

## دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر

د/ محمد فتحي عبد الغني

رئيس قسم الاقتصاد/ كلية السياسة والاقتصاد - جامعة بني سويف

[mfathy@eps.bsu.edu.eg](mailto:mfathy@eps.bsu.edu.eg)

### الملخص

تؤثر سوق الأوراق المالية على الاستثمار في مصر، حيث تمثل الوسيلة الأساسية للاستثمارات المالية في الأسهم والسندات. كما تؤثر على جذب الاستثمار المحلي والأجنبي غير المباشر، وتدعم النشاط الاقتصادي وتحفز إعادة تدوير رأس المال وتنشيط الأعمال، ومن ثم في تؤثر على زيادة النمو الاقتصادي. إلا أن دور الأسواق المالية في مصر لا يزال يواجه العديد من العقبات إما نتيجة السوق المالية غير النشطة أو لأنها لا تواكب التطورات الحديثة في عولمة الأسواق المالية، مما أثر سلباً على الاستثمار وتدفقات رأس المال، وبالتالي إنشاء وتمويل الشركات.

يهدف هذا البحث إلى دراسة الدور الذي تقوم به الأسواق المالية في مصر في تفعيل النمو الاقتصادي من خلال تنمية المدخرات وتوفير السيولة وتعظيم التكوين الرأسمالي، بالإضافة إلى تقييم أداء سوق الأوراق المالية في مصر خلال الخمسة عشر عاماً الماضية، من خلال تحليل تطور أداء سوق الإصدار وسوق التداول وتقييم أداء كل سوق على حدة في ضوء بعض المؤشرات المالية، كما يهدف البحث إلى تحديد نقاط القوة والضعف وتقديم الحلول والمقترحات. يستخدم البحث المنهج

الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي في رصد وعرض تطور سوق الأوراق المالية في مصر وتقييم أدائها، بجانب استخدام بعض الأساليب والأدوات الإحصائية.  
**الكلمات المفتاحية:** مصر - سوق الأوراق المالية - سوق الاصدار - سوق التداول - الاستثمار الأجنبي - تقييم أداء البورصة.

## Abstract

The stock market affects investment in Egypt, as it is the primary means of financial investments in stocks and bonds. It also affects the attraction of indirect local and foreign investment, supports economic activity, stimulates capital recycling, and activates business, and thus affects the increase in economic growth.

However, the role of financial markets in Egypt still faces many obstacles, either as a result of the inactive financial market or because it does not keep pace with recent developments in the globalization of financial markets, which negatively affected investment and capital flows, and thus the establishment and financing of companies.

This research aims to study the role that financial markets play in activating economic growth in Egypt through developing savings, providing liquidity and maximizing capital formation, in addition to evaluating the performance of the stock market in Egypt over the past fifteen years, by analyzing the development of the performance of the Release Market and the Trading Market and evaluating the performance of each market separately in light of some financial indicators. The research also aims to identify strengths and weaknesses and to provide solutions and proposals. The research uses the descriptive, analytical, and historical methodology in monitoring and presenting the development of the stock market in Egypt and evaluating its performance, in addition to using some statistical methods and tools.

### **Keywords :**

Egyptian Stock Market- Release Market- Trading Market- Foreign Indirect Investment.

## قائمة المحتويات

197	الملخص
199	قائمة المحتويات
200	مقدمة
204	1. أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد
204	1 / 1 أهمية أسواق الأوراق المالية في الفكر الاقتصادي
206	2 / 1 اسواق الإصدار واسواق التداول وأهميتهما
209	4 / 1 علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي
211	2. تطور وتقييم سوق الإصدار في مصر
211	1 / 2 تطور سوق الإصدار في مصر
218	2 / 2 تقييم دور سوق الاصدارات المصرية
223	3. تطوير وتقييم سوق التداول
223	1 / 3 تطور حجم سوق التداول في مصر
228	2 / 3 تقييم دور سوق التداول في مصر:
231	4. مؤشرات قياس نشاط البورصة في مصر
243	5. دور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية
249	النتائج والتوصيات
253	قائمة المراجع

## مقدمة

يلعب سوق رأس الأوراق المالية دوراً أساسياً في نمو القطاعات الإنتاجية المختلفة خاصة قطاع التجارة والصناعة مما يؤثر في نهاية المطاف على الأداء الاقتصادي، مما يجعل الهيئات الحكومية والقطاعات المختلفة والبنوك المركزية بالإضافة إلى المستثمرين المحليين والأجانب يراقبون عن كثب أنشطة سوق الأوراق المالية (Mian Sajid Nazir, 2010).

كما تمثل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، حيث إنها تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رأس المال اللازم لتمويل خطط التنمية الاقتصادية، وتعزيز أهداف السياسات المالية والنقدية من خلال هذه الأسواق ذات الأهمية الخاصة. ووفقاً لطبيعة النشاط فإنها تعد بمثابة مرآة عاكسة للأنظمة والسياسات الاقتصادية في أي دولة. فالأسواق المالية تلعب دوراً هاماً في قطاعات الاقتصاد القومي، كما أنها إحدى المصادر الهامة لدعم الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة التي تمتلك وفرة في السيولة غير المستغلة، إضافة لدورها الحيوي في تمويل القطاعات التي تعاني من عجز أو حاجة ملحة للسيولة المالية (Jenette Rutterford, 1997).

تُعد العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية والأداء الاقتصادي وثيقة، فكلما تطور النظام المالي للدولة وأصبح أكثر ارتباطاً بسوق مالي مزدهر أدى ذلك إلى تطوير وتطور النشاط الاقتصادي، حيث يمكن للسوق المالية أن تؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وزيادة معدلات نمو الادخار وزيادة الاستثمار. إن نمو هذا السوق هو مطلب أساسي للتنمية الاقتصادية لأي دولة، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برنامجاً لخصخصة العديد من شركات القطاع العام، وحيث يتراجع الدور المهيمن للدولة في الحياة الاقتصادية (بنك مصر، 1997).

الاسواق المالية تمثل "الإطار الذي يربط بين الوحدات المدخرة والتي ترغب في الاستثمار والوحدات نوات العجز والتي بحاجة للتمويل بغرض الاستثمار، من خلال

مجموعات متخصصة تمارس عملها في الأسواق لضمان توفير قنوات اتصال فعالة" (Mishkin, 2010)، وتتميز الأسواق المالية بالحساسية الشديدة، كونها أول من يتأثر بالركود أو الانتعاش وفي جميع الظروف العادية يتحدد سعر السهم بعوامل العرض والطلب مثل أي سلعة أخرى (Ohison, J.A, 1997).

إن عدم وجود سوق أسهم متطور في مصر حتى قبل بداية التسعينات هو أحد الأسباب المسؤولة عن انخفاض معدل الادخار (أشرف شمس الدين، 2004)، ومع الأخذ بعين الاعتبار برنامج تحرير الاقتصاد، من المتوقع أن تساهم البورصة بشكل فعال في تطوير عادات الادخار، وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة.

لكن المشكلة التي لا تزال مطروحة بالنسبة لمصر هي كيفية جعل تلك الأسواق المالية ذات فعالية مؤثرة، بحيث تساهم في تشجيع الاستثمار الخاص وزيادة معدلات التوظيف.

#### مشكلة البحث

يؤثر سوق الأوراق المالية على سوق الاستثمار وعلى معدلات النمو الاقتصادي، حيث أن سوق الأوراق المالية يُعد ميناء هام للاستثمارات المالية في الأسهم والسندات، كما أن لأسواق الأسهم أهمية كبيرة في جذب رأس المال، وتحريك الاستثمار والأنشطة الاقتصادية وتحفيزها من خلال إعادة تدوير رأس المال وتنشيط الأعمال، ولكن دور هذه الأسواق في مصر لا يزال يواجه العديد من التحديات، نتيجة ركود الأسواق المالية الغير نشطة أو غير متطورة، وعدم توافقها مع التطورات الأخيرة في الأسواق المالية العالمية، والتي انعكست سلباً على جذب الاستثمار وحركة وتمويل الأعمال، وحركة وتدفعات رأس المال، بالإضافة إلى مواجهة العديد من التحديات الداخلية والخارجية. في ضوء ما سبق، فإن مشكلة البحث تكمن في الإجابة على الأسئلة الأساسية التالية:

ما هو تأثير سوق الأوراق المالية على تفعيل الاستثمارات وزيادة معدلات النمو في مصر؟، هل هناك فجوة بين حجم الأموال الموجهة للاستثمار في أسواق الاسهم من

خلال البورصة وحجم الأموال المستخدمة للإيداع في الجهاز المصرفي المصري؟ وما هي نسبة الإصدارات الأولية للأسهم والسندات للنتائج المحلي الإجمالي في مصر؟ وما هي أهم المؤشرات لقياس أداء البورصة في مصر؟ ما هو دور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية؟

### فرضية البحث

أسس البحث على الفروض الآتية:

- تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة معدلات النمو وتتغلب على التحديات الداخلية والخارجية وتحقق نتائج جيدة.
- هناك فجوة كبيرة بين حجم المال الموجه للاستثمار في الأسهم من خلال البورصة وحجم الأموال المستخدمة في الودائع في الجهاز المصرفي في مصر.
- نسبة الإصدارات الأولى للأسهم والسندات إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر محدودة لأن الحكومة تلجأ إلى تغطية جزء من العجز المالي من خلال إصدار أوراق مالية غير قابلة للتداول في سوق الأسهم، مثل أذون الخزانة.

### أهداف البحث

الهدف الرئيسي من البحث هو عرض وتقييم أداء البورصة في مصر خلال الخمسة عشر عام الماضية، من خلال رصد وتحليل تطور سوق الاصدار والتداول خلال تلك الفترة وتقييم أداء كل سوق على حدة في ضوء بعض المؤشرات المالية، وتأثير ذلك على الناتج المحلي الإجمالي والتكوين الرأسمالي وتوظيف المدخرات. كما يهدف البحث إلى تتبع آثار المؤثرات الداخلية والخارجية على نشاط سوق الأوراق المالية ومن ثم الاستثمار والنمو الاقتصادي ورصد اتجاهاته، بالإضافة إلى رصد صورة اجمالية لمجمل نشاط سوق الأوراق المالية وتأثيره على النمو الاقتصادي. بالإضافة إلى تحديد أهم المؤشرات لقياس أداء البورصة في مصر ودور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية، وأخيراً استعراض أهم النتائج والتوصيات.

### أهمية البحث

تؤثر سوق الأوراق المالية على الاستثمار وبالتالي على النمو الاقتصادي في مصر، وهي تُعدّ مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام، ويعد استقرارها مقياساً لنجاح السياسات المالية والنقدية في مواجهة التحديات المختلفة مثل الازمة المالية العالمية واحداث 25 يناير وغيرها، ومن ثم فهذه الدراسة تشاهم في فهم وتفسير التقلبات في أسعار الاسهم واتجاهات المؤشرات وعلاقتها بالمتغيرات المالية والنقدية ودرجة استجابتها وتفاعلها مع الاحداث المختلفة وتأثر ذلك على النمو الاقتصادي، وهي تُعدّ قضية مهمة للغاية، تتطلب من الباحثين بذل الجهود لدراستها والوصول لنماذج واقعية تحدد وتحكم التأثيرات المتبادلة بين حالة هذه الاسواق والأداء في الاقتصادي المصري.

### منهجية البحث

للإجابة على التساؤلات التي يطرحها البحث ولتحقيق أهدافه، أعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي لدراسة وتتبع وعرض تطور أداء سوق الأوراق المالية في مصر وتأثيرها على الاستثمار والنمو الاقتصادي، واستخدام بعض الأساليب والادوات الإحصائية لتحليل البيانات وتقييم الاداء.

وقد اعتمد بشكل رئيسي على البيانات المنشورة في التقارير والإصدارات الاقتصادية والإحصائية للبنك المركزي، الهيئة العامة لسوق المال في مصر، والبورصة المصرية على الانترنت، والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، ومركز دعم واتخاذ القرار بمجلس الوزراء. كما تعتمد مصادر البحث على المراجع المتوفرة في كل من الكتب والدراسات والبحوث العلمية العربية والأجنبية في هذا المجال.

### حدود البحث

يعرض البحث تطوير سوق الأوراق المالية من جهه ويقوم بتقييم الأداء من جهه أخرى من خلال استخدام أهم المؤشرات المستخدمة في قياس نشاط البورصة ودور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية.

ولما كان من المستهدف عرض أداء البورصة المصرية بشكل شامل وعام يمكن تتبعه وتقييمه من عام لآخر بما يتوافق مع مراحل تطوير الأسواق المالية والجهود المبذولة لإحداث تطوير فعال في سوق الأوراق المالية المصرية وكذلك الوقوف على تأثير التحديات التي تواجهها من الداخل أو الخارج كالأزمة المالية العالمية أو أحداث 25 يناير 2011 لذلك اقتصر البحث على استخدام المنهج الوصفي والتاريخي خلال الفترة (2004 - 2018).

#### خطة تنظيم البحث

يتكون البحث من خمس أجزاء أساسية بجانب النتائج والتوصيات، تبدأ النقطة البحثية الأولى بدراسة للخلفية النظرية لأهمية سوق الأوراق المالية للاستثمار وارتباطه بمعدلات النمو وتناول الأبعاد التي سيتم من خلالها معرفة تأثير أداء سوق الأوراق المالية على الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي تضمن أربع جوانب رئيسية هي السيولة و الادخار والتراكم الرسمالي ثم الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ثم انتقلت الدراسة في الجزء الثاني لبحث تطوير سوق الإصدار ثم تقييمه، والجزء الثالث تتناول تطوير سوق التداول وتقييمه، والجزء الرابع بحث مؤشرات قياس نشاط البورصة في مصر، والأخيرة تركز على دور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية.

1. أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد

## 1 / 1 أهمية أسواق الأوراق المالية في الفكر الاقتصادي

العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنظرية الاقتصادية تنبع من مساهمة الأسواق المالية ودعمها لفكر آدم سميث في تعظيم الحرية الاقتصادية وأهمية تحرير الأسواق وخاصة سوق المال، بالإضافة إلى كونها تصب في عمق فكرة التخصص وتقسيم العمل، على جانب آخر يلعب الادخار وتفعيله في صورة استثمار حجر الزاوية في



أسباب النمو الاقتصادي في الفكر الاقتصادي، بجانب ما يصاحب ذلك من تراكم رأسمالي وتدفق للاستثمارات الأجنبية، فعلى سبيل المثال:

▪ يؤكد نموذج هارود دمار (Harrod-Domer Model) على أهمية الادخار في تحقيق النمو الاقتصادي لذا يجب توفير نسبة معينة من الدخل القومي لا من أجل إحلال وتجديد السلع الرأسمالية المستهلكة فحسب (المباني والمعدات والمواد وغيرها) وإنما من أجل تحقيق معدل النمو الاقتصادي المرغوب فيه من خلال أي إضافة في مخزون رأس المال في شكل استثمار جديد تؤدي إلى زيادات مقابلة في تدفق الناتج المحلي الإجمالي، ولتحقيق ذلك لابد من وجود استثمارات جديدة تمثل صافي الإضافات إلى مخزون رأس المال. هذا النموذج يثبت وجود علاقة اقتصادية مباشرة بين حجم رأس المال المستثمر وإجمالي الناتج المحلي الإجمالي. يتم تحديد معدل النمو  $(Y / Y\Delta)$  بشكل مشترك من خلال صافي المدخرات الوطنية  $(s)$  ونسبة إنتاج رأس المال الوطني  $(k)$  وبشكل أكثر تحديداً تقول إنه معدل نمو الدخل القومي سيكون مرتبطاً بشكل مباشر أو إيجابي ب نسبة الادخار (الاستثمار) (Sato, 1964).

على سبيل المثال، كلما كان الاقتصاد قادراً على الادخار من الناتج المحلي الإجمالي، زاد نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم لتحقيق معدلات نمو من الضروري توفر مدخرات تترجم في شكل استثمارات وهذا ما تساهم في تحقيقه أسواق الأوراق المالية.

▪ نموذج سولو للنمو (Solow neoclassical Growth Model) - ويطلق عليه أيضاً نموذج النمو الخارجي- لتوضيح وجهة نظر المدرسة النيوكلاسيكية في إمكانيات تحقيق النمو الاقتصادي، يؤكد هذا النموذج أيضاً على أهمية تحرير الأسواق لجذب استثمارات محلية وأجنبية إضافية ومن ثم زيادة معدل التراكم الرأس المالي. ويربط النموذج بين نمو الناتج المحلي الإجمالي وزيادة معدلات الادخار المحلي، مما يعزز نسب رأس المال والعمالة ودخل الفرد خاصة في الدول النامية التي الفقيرة برأس المال. من المفيد التفكير فيما يحدث في هذا النموذج إذ

يبين أن زيادة معدل الادخار (s) تحقق زيادة مؤقتة في معدل نمو الإنتاج، حيث نزيد k عن طريق زيادة معدل الادخار (Boianovsky, et al., 2009). كما يرجع النموذج النمو في الاجل الطويل إلى أنه من الممكن ارتباط معدل الادخار (ومن ثم الاستثمار) بشكل إيجابي بمعدل التقدم التكنولوجي نفسه، حيث تمكن الاستثمارات الجديدة من استخدامات جديدة لرأس المال القديم وبالتالي يكون أكثر إنتاجية، خاصة إذا كان الاستثمار يمثل الابتكار من حيث إنه يحل المشاكل التي تواجهها الشركات، وإذا رأَت الشركات الأخرى ما فعلته الشركة المستثمرة وقلدته. ومن ثم يشير النموذج إلى جانب أهمية الادخار وتحويلها لقنوات الاستثمار وتوظيفها الكفاء إلى أهمية تداول رأس المال القديم واستخدامه بصورة جديدة مبتكرة أكثر إنتاجية، والذي لا يمكن أن يتحقق إلى من خلال أسواق الأوراق المالية.

▪ نظرية النمو الحديثة (The New Growth Theory) أكدت أيضاً على أهمية الدور الذي يلعبه الادخار والاستثمار بجانب رأس المال البشري في تحقيق النمو السريع في دول العالم الثالث وفسرت التدفقات الدولية غير العادية لرأس المال والتي تؤدي إلى تعظيم الفجوة في الثروة بين دول العالم المتقدم والدول الأقل نمو. وتؤكد نظرية النمو الداخلي على ضرورة تشجيع الاستثمار الأجنبي الخاص في الصناعات كثيفة المعرفة مثل قطاع الاتصالات والحاسوب. (Todaro, 2015).

## 1/ 2 اسواق الإصدار واسواق التداول وأهميتهما

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى نوعان من الأسواق وهما:

**اسواق الإصدار (السوق الأول)** حيث تتكون من خلال مجموعة مؤسسات متخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال وتكمن أهميتها في كونها وسيطاً بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، فهي تتيح للأفراد الراغبين في الاستثمار فرصاً متعددة للاستفادة من مدخراتهم، كما تتيح للمنشآت المعنية بالإصدار أوراق متنوعة (من أسهم وسندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من تمويل والتالي التوسع والنمو (Mishkin, 2010).

واسواق التداول (السوق الثاني) حيث تكمن أهميته في توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية المصدرة من السوق الأول، فحاملو الأوراق المالية وخاصة الأسهم قد لا يرغبون في الاحتفاظ بالأسهم للأبد، في الوقت الذي يصعب استرداد أموالهم من المؤسسة وهي مازالت تزال نشاطها، ولذلك يؤدي وجود أسواق التداول (السوق الأول) إلى كفاءة عمل ونشاط أسواق الإصدار (السوق الثاني) من الموكد أن المستثمر سوف يتردد كثيرا قبل شراء الأوراق من

**Bailey, R. E. 2005.** *The Economics of Financial Markets*. s.l. : Cambridge, New York, 2005.

**Boianovsky, Mauro and Hoover, Kevin D. 2009.** *The Neoclassical Growth Model and 20 th Century Economics*. s.l. : Conference volume from the 20 th annual History of Political Economy Conference, forthcoming as a special issue of History of Political Economy 2009 , 2009.

**Dailami, M. and Atkin, M. 1990.** *Stock Markets in Developing Countries: Key Issues and a Research Agenda. Policy, Research, and External Affairs Working Papers No. WPS 515. Country Economics Department*. s.l. : The World Bank Group., 1990.

**Levine R, Zervos S. 1993.** *What We Have Learned about Policy and Growth from Cross-Country Regressions?* s.l. : Ame. Econ. Rev., 83(2): 426-430., 1993.

**Mian Sajid Nazir, M. M. 2010.** *Relationship between economic growth and stock market development*. . s.l. : Queen Mary University, London, UK p475-479, 2010.

**Mishkin, Frederic S. 2010.** *The Economic of Money ،Banking and Financial Market* .-Wesley ،USA : Sixth Edition ،Addison, 2010.

**Sato, Ryuzo. 1964.** *The Harrod-Domar Model vs the Neo-Classical Growth Mode*. s.l. : The Economic Journal, Volume 74, Issue 294, 1 June 1964, Pages 380–387,, 1964.

**Todaro, smith. 2015.** *Economic Development*”, 12 th edition Pearson . 2015.

حسين عبد المطلب الأسرج . 2002. دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر. جامعة الزقازيق - فرع بنها : رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، 2002.

أسواق الإصدار عند عدم توفر فرصة استرداد الاستثمارات أي عدم وجود السوق الثاني (Mishkin, 2010).

وترجع أهمية الأسواق المالية في تنمية الاستثمارات إلى الوظائف المتعددة التي تمد بها النشاط الاقتصادي وعلى رأسها التخصيص الأمثل للموارد المالية من خلال توجيهها إلى القطاعات الأكثر كفاءة في الاقتصاد، فضلا عن الوظائف التي أكدت عليها نماذج النمو الداخلي في الثمانينات والتسعينات مثل تعبئة المدخرات وتحليل المعلومات ومشاركة المخاطر وتوفير السيولة.

تعتبر الأسواق المالية مكون أساسي من مكونات النظام الاقتصادي الرأسمالي حيث تعد المكان الذي يلتقي فيه كل من عرض وطلب رؤوس الأموال، وتكتسب الأسواق المالية أهمية كبيرة في النظام الاقتصادي الرأسمالي للعديد من الأسباب أهمها ( الأسرج ، 2002 ) :

- تحفيز السلوك الاستثمار للأفراد والشركات من خلال انتشار نشاط الأسواق المالية من طرح الأسهم والسندات التي يصدرها المستثمرون أو وسطائهم لتمويل المشروعات وتنفيذ الأفكار الاستثمارية.
- حشد الموارد المالية وتحفيز الادخار من خلال فاعلية الأسواق المالية وقدرتها على تقديم عائد مرتفع على الادخار عندما تصبح موارد التمويلية للمستثمرين عن طريق الاكتتاب في الأسهم والسندات.
- تعكس الأسواق المالية مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في المناخ الاقتصاد السائد، حيث إن إلزام الشركات بالإفصاح والشفافية ومراقبة عمليات التداول في السوق يعبران عن مناخ استثماري صحي وكفاء.
- يعتبر سوق الأسهم بالغ الأهمية من وجهة نظر المستثمرين وكذلك من وجهة نظر القطاعات الإنتاجية المختلفة، ومن ثم هناك مجموعة من العوامل التي يمكن

استخدامها كمقياس لتطور أسواق الأوراق المالية وتأثيرها المباشر بالنمو الاقتصادي للدولة. أهمها السيولة ورسملة سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى معدل دوران الأسهم في السوق (Bailey, 2005).

## 1 / 4 علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

تشتق علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي من خلال العلاقة القوية والمباشرة بكل من السيولة والادخار والتراكم الرأسمالي وجذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، بجانب علاقتها غير المباشرة في قدرتها على جمع ونشر المعلومات عن الاستثمارات المتاحة والرقابة على الاستثمارات وتنوع المخاطر. سوف نلقي الضوء بإيجاز على الجوانب الأربعة الأولى:

### 1. علاقة النمو الاقتصادي والسيولة

السيولة تعني القدرة على تحويل الأصول المالية إلى قوة شرائية خلال فترة زمنية محدودة بحيث يكون السعر قريب من القيمة السوقية العادلة. السيولة أيضا تنطوي على العكس أي تحويل أو تجميد القوة الشرائية إلى أصل مالي، وحيث أن الاحتياجات التمويلية طويلة الاجل والتي تدر معدلات مرتفعة من العوائد على رأس المال تحتاج إلى فترات ومنية طويلة للتجميد مما قد يتعارض أو يعد عائقا أما القدرة على توفير التمويل اللازم للمشروعات لفترات زمنية مناسبة. زمن ثم جاءت الأسواق المالية لزيل هذا العائق وتوفر السيولة للمستثمرين في الوقت المناسب ولفترات زمنية مناسبة لكل من المدخرين والمستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، يلعب سوق الأوراق المالية دورًا حيويًا في تخصيص الأموال لقطاع الشركات، حيث التمويل من خلال الديون البنكية غير متوفر في العديد من الدول النامية، حيث تقدم البنوك قروضاً لمجموعة مختارة من الشركات أو المستثمرين الأفراد (Dailami, et al., 1990).

## 2. علاقة النمو الاقتصادي وتوفير المدخرات

تعمل وظائف الأسواق المالية من خلال تكاملها وتطوير أدائها على تجميع مدخرات المستثمرين بكافة أحجامها وخاصة الصغيرة منها في وعاء يكون قادر على خدمة تمويل المشروعات الكبيرة، ومن ثم تقدم السيولة وتساهم في تحمل المخاطر بجانب دورها في توفير ونشر المعلومات والرقابة على الاستثمارات، ومن ناحية أخرى تقوم بتخصيص هذه المدخرات في الاستثمارات ذات الإنتاجية الأعلى ومن ثم تزيد من معدلات النمو.

## 3. علاقة النمو الاقتصادي والتكوين الرأس مالي الثابت

مما لا شك فيه أن المشروعات الكبيرة في سعيها لتحقيق أهدافها وتعظيم قدرتها على المنافسة تحتاج إلى رأس المال الثابت وهي الجانب الآخر من السيولة كما ذكرنا انفاً تجميد القوة الشرائية إلى أصل مالي يكون جاهز لتمويل أصل رأسمالي ثابت طويل الأجل إلى حد ما، بجانب استمرار ونجاح الشركات يعزز من جديد بناء أصول ثابتة من خلال عمليات الاحلال والتجديد، ومن ثم تدعم الأسواق المالية النمو الاقتصادي من خلال مساهمتها في رفع معدلات التكوين الرأس مالي الثابت (Bailey, 2005).

## 4. علاقة الأسواق المالية بالنمو من خلال جذب الاستثمار الأجنبي

هناك العديد من العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ويركز هذا البحث على العوامل الداخلية المرتبطة بأداء الأسواق المالية بجانب القدرة على مواجه التطورات والاحداث الخارجية، ومن منطلق أن أداء الأسواق المالية يعتبر مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد فالأداء الجيد للأسواق المالية يعبر عن الأداء الجيد للاقتصاد وللتنبؤ بمعدلات نمو جيد وعائد واعد على رأس المال المستثمر. ونجاح الأسواق المالية في وظيفتها في المراقبة الاستثمار واتخاذ الإجراءات الضرورية لحماية أموال المستثمرين، بجانب تطبيق قواعد الحوكمة والافصاح والشفافية، على جانب آخر تؤثر عوامل الاقتصادية مثل سعر الفائدة وسعر الصرف وكمية النقود والتضخم سعر الضريبة وبرامج الإصلاح والخصخصة

والتحرير المالي وغيرها على أداء الأسواق المالية ومن ثم فتمثل انعكاسا واصحا للقدرة على جذب الاستثمارات الأجنبية. كما أن الأسواق المالية تقوم بتجميع وتحليل ونشر المعلومات عن الاستثمارات على نطاق واسع وتخلق البعاث والحافز أيضاً من خلال التطوير المستمر وقدرتها على مواكبة ومواجه الظروف الداخلية والخارجية بجانب (Levine R, 1993).

## 2. تطور وتقييم سوق الإصدار في مصر

تمثل مدخرات القطاع العائلي أهم عناصر إجمالي المدخرات المحلية، لذا فإن نجاح الحكومة في تعبئة هذه المدخرات يعتمد على مدى الاستقرار والثقة التي سيتم توفيرها لسوق الإصدار. وفي ضوء نجاح سياسة تشجيع المدخرات المحلية، يتم تحديد طاقة سوق الأسهم. إذا كان سوق الإصدار نشطاً ومستقرًا ولديه ثقة كبيرة، فسوف يكون قادراً على جذب المدخرات إما بشكل مباشرة من خلال شراء الأوراق المالية أو شركات للاكتتاب العام، أو بشكل غير مباشر من خلال البنوك وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها في شراء الأوراق المالية.

## 1/2 تطور سوق الإصدار في مصر

تشير إحصائيات الهيئة العامة لسوق المال إلى نمو سوق الإصدار، كما شهد السوق تأسيس عدد من الشركات المساهمة التي اصدرت أسهمها لأول مرة في السوق أو الشركات القائمة التي أدخلت أسهمًا جديدة لزيادة رأس مالها، وشهدت أيضًا خلال هذه الفترة خصخصة عدد من شركات القطاع العام في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، وقد تم تغطية القيمة المطلوبة لهذه الأسهم من قبل مؤسسيها في جزء كامل أو عن طريق طرح جزء من السهم لتغطية قيمتها في الاكتتاب العام الأولي (يسري جرجس، 1997).

ولتحديد تطور سوق الإصدار في مصر، يمكن استخدام بعض المؤشرات واهمها ما يلي:

### (1) تطور عدد الشركات المدرجة في مصر

يشمل سوق الإصدار في مصر أربع مجموعات مختلفة من الشركات، المجموعة الأولى وتشمل الشركات التي تم إنشاؤها بموجب قانون الاستثمار رقم (43) لسنة 1974 بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة المعدلة بالقانون رقم 230 لسنة 1989 الذي حل محله قانون الحوافز وضمانات الاستثمار رقم (8) لسنة 1997، المجموعة الثانية تشمل الشركات التي تم إنشاؤها بموجب القانون رقم (26) لسنة 1954م والذي تم إلغاؤه واستبداله بقانون الشركات رقم (159) لسنة 1981. المجموعة الثالثة تضم الشركات المنشأة بموجب قانون التأميم الجزئي رقم (118) لسنة 1961 بمساهمة من الحكومة في بعض الشركات بحصة لا تقل عن 50% من رأس المال، وأخيرا المجموعة الرابعة وتشمل شركات القطاع المختلط التي لا يملك الأفراد فيها أي جزء من رأس المال، إضافة إلى الشركات الخاضعة لقانون الأعمال العام رقم (203) لسنة 1991 (هالة السعيد، 2001).

جدول رقم (1) يبين تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة من 2004-2018

04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
803	770	656	544	377	333	215	211	212	210	213	221	222	222	224

المصدر: البنك المركزي أعداد متفرقة

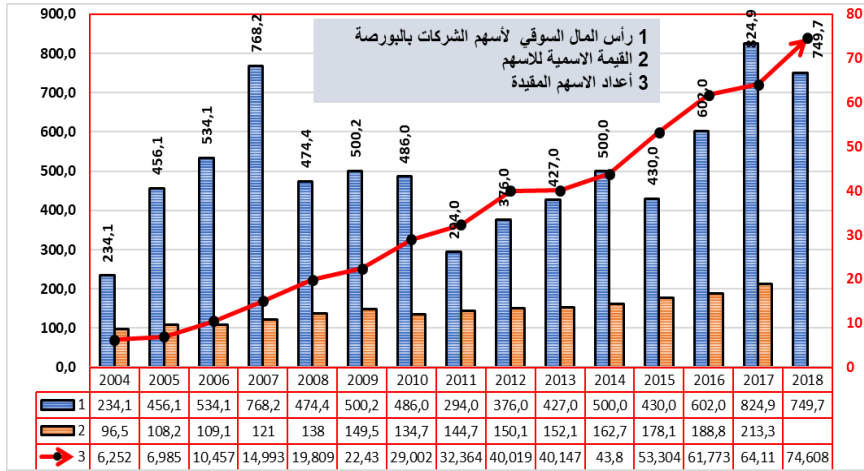
يبين الجدول رقم (1) انخفاض عدد الشركات المدرجة في البورصة من (803) شركة في نهاية عام 2004 إلى (333) شركة في عام 2009 ثم إلى (215) شركة في نهاية عام 2010، وهذا الانخفاض إلى قلة عدد الشركات الجديدة التي تم قيدها، وشطب عدد من الشركات التي لم تكن ملتزمة بالشروط والمعايير الموضوعية في سوق الأوراق المالية، والتطبيق الصارم لمبادئ حوكمة الشركات، وظلت انخفاض أعداد الشركات، ثم بدأت زيادات طفيفة مع بداية الاستقرار في عام 2015 حيث بلغت (221) شركة ثم (224) شركة في عام 2018.

وعلى الرغم من الانخفاض في عدد الشركات المدرجة، ظل رأس المال السوقي مرتفع باستمرار، مما يعكس انتعاش سوق التداول. كما تشير البيانات إلى ارتفاع



عدد الأسهم المقيدة إلى حوالي (6252) مليون سهم في نهاية عام 2004، وحوالي (29002) مليون سهم في نهاية عام 2010، مع زيادة سنوية بنسب متفاوتة، وكانت أفضل نسب زيادة (قفزات) عام 2008، 2010، 2015 حيث بلغت 32%، 29%، 21 على التوالي، في حين بلغت نسبة الزيادة 16.4% في عام 2018.

شكل رقم (1) يبين أعداد الأسهم، القيمة الاسمية، رأس المال السوقي (القيم بالمليار)



المصدر: البورصة المصرية تقارير سنوية - البنك المركزي المصري تقارير سنوية

يشير ذلك إلى ارتفاع حجم الأسهم المعروضة للبيع في سوق الإصدار ويعكس النشاط في المعروض من الأسهم خلال الفترة (2004-2018)، والذي ارتفع بشكل ملحوظ خلال الفترة من 20014 إلى 2018 من 6.252 مليار سهم إلى 74.608 مليار سهم (الهيئة العامة لسوق المال، تقارير سنوية). من ناحية أخرى، يبين الشكل رقم (1) ارتفاع رأس المال للشركات المدرجة تدريجياً من (234165) مليون جنيه في عام 2004 إلى (768226) في عام 2007، ثم انخفض بشكل كبير حتى عام 2010 حيث بلغ (486000) مليون جنيه، حيث يمثل معدل الانخفاض حوالي 36.3%، ويرجع السبب إلى تداعيات اللازمة المالية العالمية، ثم تراجع مرة أخرى عام 2011 ليبلغ حوالي (294000)، يرجع السبب إلى أحداث 25 يناير حيث

تراجع بنسبة حوالي 39.5%، بعدها حقق رأس المال السوقي انتعاشاً سنوياً في نهاية يونيو 2014 حيث بلغ (500200) وواصل الصعود عام 2017 ليصل إلى (825)، متأثراً بعدة عوامل أهمها الإصلاحات الاقتصادية بتحرير سعر الصرف، وارتفاع مستويات الأسعار.

وعلى الرغم من أن المؤشرات السابقة تعكس ازدهار من حيث عدد الشركات وعدد الأسهم وقيمة رأس المال المقيّد، إلا أن السيطرة على عدد الشركات المقفلة المدرجة (العائلية) ، والتي يحتفظ أصحابها بحياسة أوراقها المالية دون وضعها للتداول، يؤدي إلى سوق ضيق نطاق السوق وضعيف الحركة، على عكس الشركات ذات الاكتتاب العام الأولي التي توسع السوق، لأنها تستند بشكل أساسي على جذب مدخرات صغار المدخرين الذين يسعون إلى الاستقادة من العائد الناتج عن الأوراق المالية، وكذلك القيمة العالية للأوراق المالية في السوق (نجلاء زكري ، 2003).

## (2) التطور السنوي للإصدارات الأولية لقيمة الأسهم في مصر

على الرغم من التطورات الإيجابية التي شهدتها سوق الإصدار في إصدار الأسهم خلال تلك الفترة، خاصة منذ سن القانون رقم (95) لسنة 1992، فإن انتشار ظاهرة تأسيس الشركات المقفلة، وبالتالي مؤسسيهم الذين يمتلكون معظم إصدارات الأسهم المكتتبه الجديدة والإصدارات التالية عند زيادة رأس المال، تمثل نقطة ضعف ليس فقط بالنسبة لسوق الإصدار، ولكن أيضاً لسوق التداول. الشكل رقم (1) يوضح ارتفاع القيمة السوقية للأسهم بمقدار 96.5 مليار جنيه عام 2004 لتصل إلى 134.7 مليار جنيه عام 2010، ثم (178100) عام 2015، (213300) عام 2017.

يتضح مما سبق أن سوق الإصدار يعتمد على بعض الشركات التي تطرح للاكتتاب العام لتغطية رأس مالها وبعض الشركات التي تطرح شرائح منها للاكتتاب العام في سياق استمرار خصخصة بعض الشركات. مما يعكس الاستثمار المحدود في الاكتتاب العام التي يستهدفها القانون (95) لسنة 1992 لسوق رأس المال للمساهمة في زيادة عددها لضمان سوق أوسع.

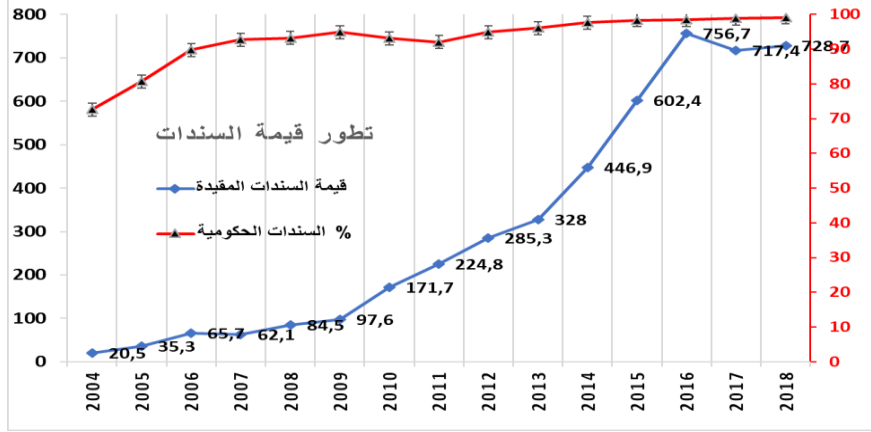
### (3) التطور السنوي لقيمة الإصدارات الأولية للسندات:

تمثل السندات القروض التي يلتزم بها مُصدرها سواء كانت شركة أو بنك أو حكومة، ويكون حاملي السندات دائنين لهذه الكيانات بقيمة سنداتهما، والاستثمار يكون من أجل الحصول على عائد على شكل كوبونات على أساس منتظم خلال فترة استحقاق السند، بالإضافة إلى السيولة المحتملة للسندات في أي وقت كما في حالة التداول في البورصة، وتصبح جميع أصول الشركة ضامنة للسندات في حالة الإفلاس (منير هندي، 2006).

تمثل السندات حوالي 70% من حجم التداول في معظم الأسواق المالية في العالم، ولكن يعد سوق السندات المصري محدودا في سوق البورصة، حيث كان محدودًا بعدد الأوراق المالية الصادرة من الحكومة لسد جزء من عجز الموازنة أو لتمويل بعض مشاريع الإسكان.

وتنقسم الأوراق المالية الحكومية المصدرة إلى سندات مقيدة في البورصة (بما في ذلك سندات التنمية بالدولار الأمريكي والإسكان)، وغيرها الغير مقيدة بالبورصة والمكتتب بها من قبل المؤسسات المالية المباشرة المصرفية وغير المصرفية، بالإضافة إلى شهادات الاستثمار التي يديرها البنك الأهلي المصري للحكومة (بنك القاهرة، 1999). فيما يتعلق بسندات الشركات قبل صدور قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 كان هناك نوع واحد فقط من السندات، هي سندات البنك العقاري المصري الصادر عام 1951 لمدة 50 سنة، بمعدل فائدة سنوي 3%. وبعد صدور قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 قامت بعض الشركات المساهمة المصرية بإطلاق مجموعة من السندات، مثل سندات شركة فيكتوريا المتحدة للفنادق، وسندات شركة الشرقية هويشت، وسندات البنك العقاري المصري، وسندات البنك التجاري الدولي والبنوك الأخرى والشركات المساهمة (أحمد عبده سليم، 1998).

شكل رقم (2) يبين تطور قيمة السندات المقيدة بالبورصة ونسبة السندات الحكومية منها



المصدر: البنك المركزي المصري تقارير سنوية

وكما يوضح الشكل رقم (2) بلغت قيمة السندات المقيدة في عام 2004 حوالي (20,5) مليار جنيه مصري تمثل السندات الحكومية منها 72.7%، وارتفعت بشكل تدريجي حتى وصلت (97,6) مليار جنيه وارتفعت معها السندات الحكومية فبلغت 92,6 مليار جنيه تمثل نسبة 94.9% منها، ثم قفزت بعد ذلك إلى (171,7) مليار جنيه عام 2010، ثم توالى القفزات عام وراء الآخر، حتى وصلت إلى (328) في عام 2013، (446,9) في عام 2014، (602,4) في عام 2015، (756,7) في عام 2016 وفي عام 2018 بلغت (728,7) تمثل السندات الحكومية معظمها بنسبة 99.2%.

كذلك الجدول رقم (3) يوضح التطور السنوي لقيمة السندات خلال الفترة (2003-2018)، حيث يتضح أن إجمالي السندات المتداولة في عام 2003/2002 كان حوالي (9,3) ثم وصل في 2007/2006 بلغت حوالي (15,3) مليار جنيه، ثم في عام 2009 بلغت حوالي (28) مليار، ثم ارتفعت في عام 2010 إلى حوالي (47,9) مليار جنيه، لكنه انخفض في عام 2012/2011 إلى (31,2) ثم عاود صعوده في عام 2014/2013 إلى حوالي (51,5)، ثم قفز إلى حوالي (68,7) عام 2015/2014، ثم قفز مرة أخرى ليصل إلى حوالي (97) في عام 2016/2015،

ثم تراجع بشدة إلى حوالي (40,6) في 2017/2016 و واصل الانخفاض الشديد (20,8) في 2018/2017.

تراجع السندات الصادرة كمحصلة لتراجع قيمة سندات الخزنة المصرية، أما الانخفاض الملحوظ على التعاملات على السندات فيعود إلى انخفاض أسعار العائد والتوقعات بإجراء مزيد من التخفيضات. شهد عدد المعاملات بالدولار الأمريكي انخفاضاً واضحاً في منذ عام 2007/2006، حيث وصل إلى 9 معاملات في 2009/2008، كما انخفضت القيمة السوقية للسندات بالدولار من (23.5) مليون دولار في 2007/2006 إلى حوالي (128) ألف دولار في عام 2009/2008. يشير ذلك إلى نقص الطلب من قبل المستثمرين والشركات على السندات بالدولار مقارنة بالسندات بالجنيه المصري بسبب العوائد الكبيرة الجاذبة للأسهم التي تتجاوز عوائد السندات (أمانى عبد الوهاب، 2006).

على الرغم من انخفاض قيمة الإصدارات الجديدة من السندات نسبياً حتى عام 2017/2016 وتغير طفيف في عام 2018/2017، إلا أنها شهدت صعود مستمر بشكل رئيسي، لأن الحكومة وضعت سندات لتمويل عجز الموازنة، حيث أن معظم إصدارات السندات تمثل إصدارات سندات حكومية. بلغت نسبة إصدارات السندات الحكومية إلى إجمالي إصدارات السندات منذ عام 2010 حوالي 97%، والباقي 3% سندات صادرة عن شركات ومصارف، يرجع ذلك إلى التفضيل النفسي للمدخرين للأدوات الصادرة والمضمونة من قبل الحكومة مما يعني أن هناك تطور هائل في حجم السندات الخاصة التي صدرت بعد عام 2010، والتي تشير إلى الاحتمالات المستقبلية الواعدة لهذه السوق.

جدول (3) حركة تداول السندات في البورصة خلال الفترة (2003 - 2018)												
	2002/2003			2003/2004			2004/2005			2005/2006		
	إصدار	الكمية بالآلاف	القيمة السوقية بالمليون	إصدار	الكمية بالآلاف	القيمة السوقية بالمليون	إصدار	الكمية بالآلاف	القيمة السوقية بالمليون	إصدار	الكمية بالآلاف	القيمة السوقية بالمليون
سندات (بالجنيه)	1083	9604	9300	528	2530	1633	594	7162	7459	635	1220	11348
سندات بالدولار	69	35,586	29,340	74	1,168	0,761	...	...	...	42	99,504	73,506
	2006/2007			2007/2008			2008/2009			2009/2010		
سندات (بالجنيه)	923	16628	15266	1100	23172	23941	24100	102846	28014	1218	46493	47890
سندات بالدولار	10	209,527	23,492	1	0.1	0,01	9	1,3	0,128	-	-	-
	2010/2011			2011/2012			2012/2013			2013/2014		
سندات (بالجنيه)	1558	45140	45115	933	33487	31229	889	33096	34739	1128	49167	51485
	2014/2015			2015/2016			2016/2017			2017/2018		
سندات (بالجنيه)	1523	66436	68686	1805	94967	97336	795	40075	40583	881	20111	20828
*السندات بالدولار لم تعد متوفرة بداية من السنة المالية 2009/2010												
المصدر: البنك المركزي المصري - تقارير سنوية												

هناك أيضًا عدد من الإجراءات التي يمكن أن تنشط سوق السندات في مصر، كما يلي (إيهاب الدسوقي، 2000):

- تفعيل الجهات الراغبة في اصدار السندات وإقناعها بأن اصدار السندات تمثل أحد القروض المصرفية في حالة التمويل طويل الأجل.
- تخفيض القيمة الاسمية للسندات وتنوع تواريخ استحقاق السندات، مما يسمح للمستثمر باختيار تاريخ الاستحقاق الذي يناسبه.

## 2/ تقييم دور سوق الإصدارات المصرية

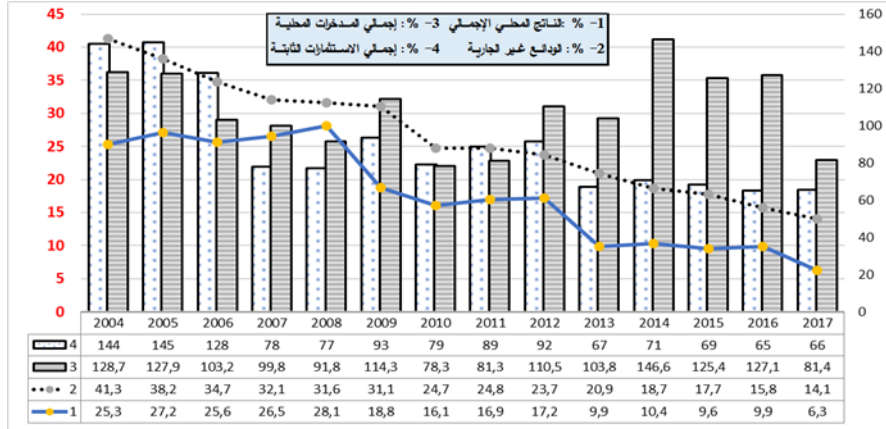
يساهم سوق الإصدار النشط في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال المساعدة على زيادة وتشجيع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل. إذا تم تحديد جميع الإصدارات الجديدة، والتي تشمل إصدارات تأسيس شركات جديدة

أو زيادة رأس المال للشركات القائمة، بالإضافة إلى السندات، فسوف تضح الآثار الإيجابية المرتبطة بتنشيط السوق، والتي يجب أن يكون لها تأثير إيجابي على جهود التنمية الاقتصادية أيضًا (محمد عبد الرحيم الشافعي، 2000). ولتوضيح مدى مساهمة سوق الإصدار في عملية التنمية الاقتصادية في مصر خلال فترة الدراسة (2004-2018)، يمكن استخدام المؤشرات التالية:

### (1) الأهمية النسبية للإصدارات الأولية للنتائج المحلي الإجمالي:

يوضح الشكل رقم (3) أن نسبة الإصدارات الأولية للأسهم والسندات إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2004-2018)، محدودة للغاية وتتراوح بين 28% إلى 6%، فضلا أن نتجه نحو الانخفاض منذ عام 2010، وهذا يعكس مدى ضعف حجم السوق الأولية وتواضع أدواته في تشجيع الاستثمار ومساهمته في الناتج المحلي الإجمالي.

شكل رقم (3) يبين الأهمية النسبية للإصدارات الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي، والودائع طويلة الأجل، وإجمالي المدخرات المحلية، وإجمالي الاستثمار الثابت.



المصدر: البنك المركزي (تقارير سنوية) - البنك الدولي

يمكن إرجاع انخفاض القيمة السنوية للإصدارات الأولية للأسهم أو السندات، وكذلك نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، إلى ما يلي:

- عدم وجود العديد من المؤسسات المالية التي تساهم في تنشيط سوق الإصدار وزيادة فعاليته، مثل شركات أمناء الاكتتاب العام، وشركات التأجير التمويلي، التي تعمل على إنشاء المشاريع وترويجها بما هو متاح من مصادر تمويلها غير العادية والمعرفة الفنية والخبرات المالية (محمود صبح، 2000).

- إن إصدارات السندات صغيرة لأن السلطات العامة اعتمدت على ميزانية الدولة لتغطية العجز، بدلاً من طرح السندات للاكتتاب العام من ناحية، ومن ناحية أخرى لجوء الحكومة إلى تغطية جزء من العجز المالي من خلال إصدار الأوراق المالية غير القابلة للتداول في البورصة، مثل أدون الخزنة (محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم، 2002).

## (2) الأهمية النسبية للإصدارات الأولية للودائع طويلة الأجل في النظام المصرفي:

لقياس كفاءة سوق الأسهم، يجب أن تكون قادرة على جمع وإعادة توجيه المدخرات نحو الاستثمارات التي تقتصر على المجتمع، وتأتي الاستثمارات طويلة الأجل في طليعة هذا الاستثمار. من العوامل المواتية في الاقتصاد المصري أن حجم الودائع غير المتداولة في النظام المصرفي يتجاوز حجم الودائع الحالية، مما يعني أن هناك وفورات طاقة كامنة يمكن توظيفها في سوق الأسهم في الاستثمارات طويلة الأجل. (محمد صالح الحناوي، 2003).

يقدر متوسط نسبة إجمالي حجم الأسهم الصادرة إلى إجمالي الودائع الادخارية غير الجارية (طويلة الأجل) في مصر خلال السنوات (2004-2018) بحوالي 26.4%، كما هو موضح في الشكل رقم (3)، وبالتالي، هناك قدر كبير من المدخرات طويلة الأجل التي يتم تجميعها سنوياً ويمكن إعادة استخدامها سنوياً في شكل أسهم من خلال سوق الإصدار، وكانت أعلى نسبة حوالي 41.3% في عام 2004، مما يعني أن البنوك لديها المدخرات التي لا تجد فرصاً استثمارية في المشاريع الإنتاجية المناسبة. يشار إلى أن هذه النسبة بدأت في الانخفاض منذ عام 2004، حيث بلغت حوالي 38.2% في عام 2005، ثم إلى 34.7% في عام 2006، ثم بلغت 24.7%



في عام 2010، ثم بلغت 20.9% في عام 2013، ثم بلغت 17.7% في عام 2015، وبلغت ذروتها في عام 2018 لتصل إلى حوالي 14%. هذه النسبة المنخفضة خلال الثلاث أعوام الأخيرة، تؤكد أن سوق الإصدار لديه الطاقة لاستيعاب وجذب المزيد من هذه الودائع طويلة الأجل وإعادة استخدامها من خلال الأسهم في مجالات الاستثمار طويل الأجل مطلوب.

### (3) الأهمية النسبية للإصدارات الأولية لإجمالي المدخرات المحلية:

يوضح الشكل (3) أن أعلى نسبة من الإصدارات الأولية للأسهم والسندات لإجمالي المدخرات المحلية خلال الفترة (2004-2018)، كانت عام 2014 حيث بلغت حوالي 146,6% وأقل نسبة كانت في عام 2011 حوالي 78.3%. وبلغت النسبة 128.7% في عام 2004، ثم انخفضت لتصل إلى حوالي 103.2% في عام 2006، ثم بلغت عام 2008 حوالي 91.8% وارتفعت مرة أخرى في عام 2009 إلى حوالي 114.3%، ثم انخفضت إلى حوالي 78.3% في عام 2010، وفي عام 2014 صعدت إلى 146%، ثم عاودت الانخفاض لتصل إلى 81,4% في عام 2017. يمكن القول، أن نسبة الإصدارات الأولية للأسهم والسندات إلى إجمالي المدخرات المحلية خلال الفترة هي نسبة متقلبة، ولكن بشكل متزايد، مما يؤكد أنه سيكون هناك استجابة إذا كان سوق الإصدار لديه المزيد من الأدوات والمؤسسات التي تعمل على تنشيط وتعزيز فعاليتها لتكون قادرة على أداء دورها في تعبئة وتطوير وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار الإنتاجي (رشا عوض مسعد، 2006).

### (4) الأهمية النسبية للإصدارات الأولية للاستثمار الثابت:

يوضح الشكل رقم (3) أن نسبة مساهمة السوق الأولية في تمويل الاستثمارات في مصر خلال الفترة (2004-2018) كانت جيدة في بداية العام 2004. / 2005، وأصبح ضعيفاً بعد ذلك. جدير بالذكر أن هذه النسبة تراوحت بين 65% إلى 144% خلال الفترة (2004-2018) حيث بلغت النسبة حوالي 144% عام 2004 وانخفضت مع تأثير الأزمة المالية العالمية إلى حوالي 77% عام 2008، ثم ارتفعت إلى 92% عام 2012، ثم استمرت في الانخفاض لتصل إلى 66% عام 2017، مما

يعني عدم فعالية دور السوق الأساسي في تعبئة وتوجيه المدخرات لتمويل الاستثمارات، حيث يتجه تمويل معظم الاستثمارات ليست من خلال الاكتتاب العام في شكل للأسهم أو السندات الجديدة، ولكن بطرق أخرى وليس عن طريق سوق الأسهم.

يشار إلى أن هناك عدة عوامل مجتمعة تؤدي إلى ضعف دور سوق الأوراق المالية من خلال سوق الإصدار في تمويل الاستثمار الثابت، ولعل أهمها (البنك الأهلي المصري، 2005):

- توجيه العديد من الوحدات الاقتصادية إلى سوق النقد لتوفير التمويل اللازم، بسبب تنوع أشكال الإقراض التي يقدمها نظامها المصرفي، والإجراءات والامتيازات بسهولة أكبر من التمويل من خلال سوق الأسهم.

- اتخذت العديد من المشاريع الشكل القانوني للشركات الفردية (الفردية - التضامن - محدودة الأسهم)، وكذلك الشركات ذات المسؤولية المحدودة، والتي تتميز بقدرتها على اقتحام سوق الأسهم، بالإضافة إلى ذلك، لجأ القطاع الخاص إلى تفضيل إنشاء شركات مساهمة ذات طابع عائلي (مغلق)، وبالتالي لم يساهم في تنشيط سوق الإصدار (حسين العرج، 2005).

- الأزمة المالية العالمية منذ منتصف عام 2008 والعواقب السلبية التي تحققت، وخاصة على القطاع المالي وسوق الأوراق المالية، وكذلك أحداث 25 يناير وتداعياتها.

على الرغم من هذه النسبة المنخفضة منذ 2010/2009 بسبب العواقب السلبية للأزمة المالية العالمية وأحداث 25 يناير لتصل إلى حوالي 65%، فإن نمو هذه النسبة يعطي مؤشراً على الدور المتزايد لإطلاق الأسهم في تمويل إجمالي الاستثمار الثابت والمستقبل الإيجابي آفاق في هذا الصدد.

### 3. تطوير وتقييم سوق التداول

لسوق التداول أهمية كبيرة حيث يتم فيه التعامل مع جميع الأسهم المقيدة والأسهم التي تم إصدارها سابقاً في سوق الإصدار، كما يساعد في إتمام المعاملات المالية بين مشتري وبائعي الأصول المالية بسهولة مع إمكانية تحويلها الأصول النقدية في أي وقت (عبد الغفار حنفي، رسمية قرقاص، 2000).

### 3/1 تطور حجم سوق التداول في مصر

شهد سوق التداول في مصر تطوراً كبيراً خلال الفترة (2003-2019)، وهناك العديد من المؤشرات لتحديد مدى هذا التطور وأهم المؤشرات:

#### (1) تطور حجم التداول:

أثر نشاط سوق الإصدار بشكل مباشر على سوق التداول، حيث يعتبر سوق الإصدار هو الداعم الرئيسي لسوق التداول.

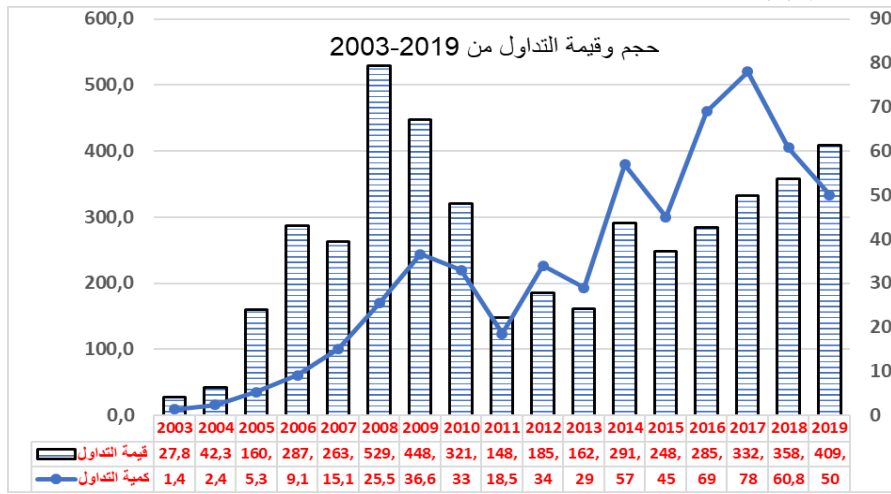
الشكل رقم (4)، يوضح تطور حركة التداول السنوية في سوق المال في مصر خلال الفترة (2003-2019)، ويظهر أن النمو المطرد في إجمالي حجم التداول السنوي قد ارتفع من حوالي 1,4 مليار سهم عام 2003، إلى حوالي 50 مليار سهم في عام 2019، وانخفض بشدة في 2010، 2011 إلى حوالي 33، 18.5 مليار سهم على التوالي، بعد أن كانت قد سجلت الأسهم المتداولة أعلى حجم تداول في عام 2009 على 36,6 مليار سهم، ثم عاودت الصعود بشكل جيد حتى وصلت لحوالي 50 مليار سهم في عام 2019، إن النمو المتزايد في حجم التداول في الفترة (2003-2019) يعني مواكبة الاتجاه العام لاستمرار نمو حجم البورصة المصرية بعد فترة من الإصلاح الاقتصادي.

#### (2) تطور قيمة التداول السنوية في مصر:

والشكل رقم (4) يوضح ارتفاع القيمة الإجمالية للتداول السنوي في مصر خلال الفترة (2003-2019)، ويبين معدل النمو الهائل في قيمة التداول، حيث وارتفعت من نحو 27.7 مليار جنيه عام 2003، ووصلت لأعلى قيمة لها في عام 2008

فبلغت حوالي 529 مليار جنية، وتأثرت بالأزمة المالية العالمية فانخفضت إلى حوالي 321.3 مليار جنية عام 2010، وتأثرت أكثر بأحداث 25 يناير فسجلت أقل قيمة لها في عام 2011 بحوالي 148 مليار جنية، ولكنها بدأت تتعافى تدريجياً فسجلت حوالي 291 مليار جنية في عام 2014، ثم حوالي 409 مليار جنية في عام 2018.

شكل رقم (4)



المصدر: البورصة المصرية تقارير سنوية.

وفي نفس اتجاه الصعود يبين جدول رقم (4/ الصف الأول) إجمالي قيمة التداول على الأسهم والسندات المقيدة، حيث ارتفعت من 23,03 مليار جنية عام 2003 إلى حوالي 475.9 مليار جنية عام 2014 بزيادة قدرها 1086%، ثم انخفض ليصل لأدنى مستوى عام 2011 ليسجل حوالي 131 مليار جنية، بعدها عاود الارتفاع ليسجل حوالي 265 مليار في عام 2014، ثم حوالي 296 مليار جنية عام 2017. كما يبين الجدول (4/ الصف الثاني) قيمة التداول السنوي للأسهم، مقيد أو غير مقيد، حيث ارتفعت من حوالي 23.4 مليار جنية في عام 2003، إلى حوالي 317 مليار جنية في عام 2010، ولكنها انخفضت في عام 2011 متأثرة بأحداث 25 يناير إلى 95 مليار جنية، ثم عاودت الصعود فسجلت في عام 2014 حوالي 189

مليار جنية وحوالي 256 مليار جنية في عام 2018. أخيراً يبين الجدول رقم (4) الصف الثالث) الصعود المتواصل في نسبة التداول على الشركات المقيدة في البورصة إلى اجمالي عدد الشركات المقيدة.

جدول رقم (4)														
القيمة بالمليار، %														
2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
23,0	36,1	150,9	271,1	321,5	475,9	333,5	273,0	131,0	166,0	146,0	265,0	226,0	265,0	296,0
23,4	22,3	76,2	242,6	260,4	546,0	282,0	317,0	95	108	88	189	117	182	256
55%	63%	59%	68%	77%	86%	94%	99%	96%	96%	97%	96%	97%	96%	96%

المصدر: البورصة المصرية تقارير سنوية

### (3) تطور نسبة التراكم الرأسمالي في البورصة المصرية:

تعني رسملة البورصة متوسط سعر السوق للسهم الواحد مضروباً في عدد الأسهم المدرجة في البورصة. يوضح الجدول رقم (5) الزيادة المستمرة في القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة في مصر (رسملة الأسهم)، حيث ارتفعت هذه القيمة بشكل مستمر وبشكل ملحوظ من حوالي 234,1 مليار جنية عام 2004 إلى 456 مليار جنية عام 2005 ثم إلى 768.2 مليار جنية عام 2007 ثم انخفض بنسبة 36.3% إلى 489.1 مليار جنية عام 2010، وانخفضت بشدة في 2011 إلى 294 مليار جنية، بعدها عاودت الصعود لتصل إلى 500 مليار جنية غي عام 2014، وسجلت أعلى مستوى لها في عام 2017 لتصل إلى 825 مليار جنية، ثم سجلت حوالي 750 مليار في 2018 بسبب زيادة التشديد على الالتزام بالقواعد وخروج عدد من الشركات.

### (4) تطور الحجم النسبي لسوق التداول:

لدراسة الحجم النسبي لسوق التداول خلال الفترة (2004-2018)، يجب استخدام مؤشرين:

- تطور نسبة الرسملة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي: يوضح الجدول رقم (5)، تطور نسبة الرسملة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث ارتفعت من حوالي 61,4% في عام 2004 إلى حوالي 168.3% في عام 2007. بمعدل نمو يقارب 174%. وبحلول نهاية عام 2008، وبسبب عواقب

الأزمة المالية العالمية، انخفضت هذه النسبة بشكل ملحوظ لتصل إلى حوالي 96.7% في عام 2008 ثم إلى حوالي 58.4% في عام 2010 بمعدل انخفاض بنحو 65.3% عند مقارنتها بعام 2007، أما في عام 2011 حيث سجلت نسبة 24,4%، وسجلت تحسن طفيف في عام 2014 لتصل إلى 31,8%، وعاودت الانخفاض وسجلت أدنى نسبة لها 20.9% في عام 2018. باستثناء الفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية لا تزال تعتبر ضعيفة للغاية، خاصة عندما يتم مقارنتها بما تم تحقيقه في أسواق الدول الأخرى، كقيمة رسملة تجاوزت البورصة قيمة الناتج المحلي الإجمالي في العديد من الدول، حيث وصلت النسبة، على سبيل المثال، إلى حوالي 184 %، 136.6 % في كل من ماليزيا والمكسيك، على التوالي.

جدول رقم (5): تطور نسبة رسملة البورصة إلى اجمالي الناتج المحلي والسيولة المحلية خلال الفترة (2004 - 2018) (القيمة بالمليار جنيه)

السنة	القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة	الناتج المحلي الإجمالي	السيولة المحلية	2/1		السنة	القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة	الناتج المحلي الإجمالي	السيولة المحلية	2/1		3/1	
				%	%					%	%		
2004	234.1	381.0	434.9	61,4	53,8	2012	376	873.1	1094.4	43,1	34,4		
2005	456.0	398.5	493.9	114,4	92,3	2013	427	1539.6	1296.1	27,7	32,9		
2006	534.0	426.1	560.4	125,3	95,3	2014	500	1571.6	1516.6	31,8	33,0		
2007	768.2	456.2	662.7	168,4	115,9	2015	430	1863.2	1765.5	23,1	24,4		
2008	474.4	490.4	766.7	96,7	61,9	2016	602	1905.2	2094.5	31,6	28,7		
2009	500.2	796.8	831.2	62,8	60,2	2017	825	3409.5	2918.2	24,2	28,3		
2010	489.1	837.8	917.5	58,4	53,3	2018	749.7	3588.4	3454.3	20,9	21,7		
2011	294	853.9	1009.4	34,4	29,1	المصدر: البنك المركزي المصري تقارير سنوية - البورصة المصرية تقارير سنوية							

● تطور نسبة الرسملة في البورصة إلى السيولة المحلية:

يوضح الجدول رقم (5)، تطور نسبة الرسملة في البورصة إلى السيولة المحلية في مصر خلال الفترة (2004-2018)، حيث ارتفعت من حوالي 53,8 % في عام 2004 إلى حوالي 116% في عام 2007، ثم انخفضت بشكل ملحوظ بعد الأزمة

المالية العالمية لتصل إلى حوالي 53,3% في عام 2010 بمعدل انخفاض بلغ حوالي 54% عند مقارنته بعام 2007، ثم واصلت الانخفاض إلى 29,1% في عام 2011، وحققت ارتفاع طفيف في عام 2014 لتصل 33%، بعدها عاودت الانخفاض لتسجل 21,7 في عام 2018. وعلى الرغم من هذه الزيادة المستمرة في نسبة رسملة الأسهم إلى السيولة المحلية في مصر، في الفترة التي سبقت الأزمة العالمية، لكنها انخفضت بعدها ولا تزال ضعيفة عند مقارنتها بما تم تحقيقه في أسواق الدول الأخرى، حيث تزيد هذه النسبة عن 100% في العديد من الدول المتقدمة حيث بلغت حوالي 134% و126.5% في كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة على التوالي عام 1994.

مما سبق يتضح أن حجم الأسهم في سوق التداول لا يزال منخفضاً مقارنة بحجم الأسهم المقيدة، مما يعني أنه لا يمكن تداول سوى جزء صغير من الأسهم المقيدة في السوق، وأكبر نسبة من الشركات المدرجة في البورصة، والتي يتكون رأس مالها من أسهم الشركات المقفلة، غير قابلة للتفاوض في الواقع، حيث تراوحت نسبة الشركات المقفلة إلى إجمالي الشركات المدرجة بين 70% - 85% والتداول في البورصة محروم منها بالفعل. إذا أضفنا إلى ذلك أن الشركات المساهمة التي تم طرحها للاكتتاب العام، والتي غالباً ما يتم عرض أسهمها الرأسمالية في وقت إنشاء الشركة، حيث يجب على حاملي أسهم الشركة امتلاك هذه الأسهم حتى تبدأ عملية الإنتاج وتبدأ الشركة في صرف أرباحها، وبالتالي لن تتأثر "القيمة السوقية" ويمكن أن يربح أصحاب الأسهم، وايضاً نجد أن سوق التداول كان يعاني من انخفاض حجم الأسهم المعروضة للتداول فيها. من ناحية أخرى، فإن معظم السندات المتداولة في سوق التداول هي سندات حكومية عبارة عن سندات الإسكان، وسندات التنمية الوطنية ذات "العائد المتغير" ويمكن القول أنه، على الرغم من أن سوق التداول نشط خلال فترة الدراسة، إلا أن حجم السوق لا يزال صغيراً (محمد سامح عبد الهادي، 1995).

## 2 /3 تقييم دور سوق التداول في مصر:

يتم تداول الأوراق المالية بكافة أشكالها (التي سبق إصدارها في السوق الأولية) في نطاق سوق التداول في مصر. الواقع أن هذا الازدهار كان نتيجة لمجموعة من الإجراءات خلال هذه الفترة هدفت لدعم نشاط الأسهم سواء كانت هذه الإجراءات مرتبطة بالهيكل التنظيمي أو تسعى إلى توفير شفافية أكبر لطمأنه المستثمرين من الداخل والخارج. على الرغم من أن السوق الأولية هي الخطوة الأولى في حركة النشاط المالي، إلا أنها لا تحقق الطمأنينة التي يسعى إليها المستثمر، من خلال الاستثمار في الأوراق المالية، والتي تتمثل في توافر السيولة النقدية لأوراقه المالية عندما يتم عرضها للبيع، والتي تشجع على تخصيص نسبة عالية من المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل، وذلك فقط ممكن من خلال سوق التداول الذي يهدف إلى تسهيل تداول الأوراق المالية وضمان التصرف فيها دون قيود أو صعوبات (عبد المجيد المهيلمي، 2006).

تعد الطاقة النسبية لسوق التداول من أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم هذا السوق، ونسبة قيمة التداول إلى القيمة الإجمالية للودائع السنوية في النظام المصرفي، هي أيضًا مؤشر هام لتقييم دور سوق التداول ومن أهم المؤشرات الآتي (محمد فخري مكي 1996):

### (1) نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في سوق التداول:

يوضح الجدول رقم (6) أن نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي بما في ذلك تكلفة عوامل الإنتاج في مصر خلال 2004، 2005 أنها كانت متواضعة. حيث سجلت هذه النسبة بين 9,5%، 37,9% خلال العامين، لكنها ارتفعت عام 2006 حيث بلغت 63,7%، واستمرت في الزيادة لتصل إلى 70%، 97% في 2007، 2008 على التوالي.



جدول (6) تطورات القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي والمدخرات والودائع المحلية خلال الفترة (2010-2004) (القيمة بالمليار جنيه)

السنة	قيمة التداول في السوق الرئيسي	الناتج المحلي الإجمالي	إجمالي المدخرات المحلية	إجمالي الودائع	2/1 %	3/1 %	4/1 %
2004	36.1	381.0	75	461.7	9,5	48,1	7,8
2005	150.9	398.5	84.6	519.7	37,9	178,4	29,0
2006	271.1	426.1	105.7	568.8	63,6	256,5	47,7
2007	321.8	456.2	121.2	650.0	70,5	265,5	49,5
2008	475.9	490.4	150.4	747.2	97,0	316,4	63,7
2009	333.6	796.8	130.8	809.7	41,9	255,0	41,2
2010	273.1	837.8	172.1	892.4	32,6	158,7	30,6
2011	130.5	853.9	178	957	15,3	73,3	13,6
2012	166.5	873.1	135.8	1023.5	19,1	122,6	16,3
2013	146.1	1539.6	146.5	1186.9	9,5	99,7	12,3
2014	265	1571.6	111	1429.4	16,9	238,7	18,5
2015	226	1863.2	142	1734.2	12,1	159,2	13,0
2016	265	1905.2	148.6	2116.1	13,9	178,3	12,5
2017	296	3409.5	261.9	3027.8	8,7	113,0	9,8
2018	270.4	3588.4	275.2	3553.6	7,5	98,3	7,6

المصدر: البنك المركزي المصري تقارير سنوية  
- البورصة المصرية تقارير سنوية - البنك الدولي

وبسبب عواقب الأزمة المالية العالمية، فقد انخفضت خلال عام 2009، لتصل إلى حوالي 41.9%، ثم انخفضت بشكل ملحوظ في عام 2010 إلى 32.6% مع نسبة انخفاض وصلت إلى حوالي 66.4% مقارنة بعام 2008، لكن سجلت أكبر انخفاض لها عام 2013، 2011، 2018 بنسبة 15.3%، 9.5%، 7.5% على التوالي. مما سبق يمكن القول إن هناك تفضيل متزايد للاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر، وقدرة متزايدة على جذب المدخرات سنة بعد أخرى.

## (2) نسبة قيمة التداول إلى إجمالي المدخرات المحلية في سوق التداول:

يوضح الجدول رقم (6) أن نسبة قيمة التداول إلى إجمالي المدخرات المحلية بما في ذلك تكلفة عوامل الإنتاج في مصر خلال الفترة (2004-2018)، سجلت عام 2004، حوالي 47.8%، ثم ارتفعت بشكل جيد إلى 178.4% في 2005، بزيادة

حوالي 273,2%، ثم استمرت في الارتفاع لتصل إلى 256,4% في 2006، ثم وصلت إلى ذروتها في عام 2008 حيث بلغت حوالي 324.8%، ثم بدأت في الانخفاض إلى حوالي 258,4 في عام 2009 ثم إلى حوالي 158,7% في عام 2010، ثم 73,3% في عام 2011، وسجلت ارتفاع في عام 2014 بنسبة 238,7%، ثم عاودت الانخفاض لتصل إلى 98,3% في عام 2018.

ويشير هذا إلى وجود اتجاه لدى المدخرين لصالح توظيف أموالهم في شكل ودائع في البنوك على حساب استثمارها في سوق التداول، بينما تغير هذا الاتجاه خلال 2005-2010، مما يعني أن هناك تحول نحو الاستثمار في سوق الأسهم، ثم أظهر تقلب في السنوات التالية.

### (3) نسبة قيمة التداول إلى إجمالي الودائع في الجهاز المصرفي المصري:

جدول رقم (6) يوضح تطور نسبة قيمة المعاملة في سوق التداول إلى إجمالي الودائع السنوية في الجهاز المصرفي المصري خلال الفترة (2004-2018)، حيث أن النسبة في عام 2004 بلغت 7.8%، ثم ارتفعت إلى حوالي 29% في عام 2005، ثم بلغت 47.7% في عام 2006، بزيادة تقارب 511.5% مقارنة بعام 2004، ثم استمرت في الزيادة إلى حوالي 49.5% في عام 2007 وحوالي 63.7% في عام 2008، ثم بدأت للتراجع لتصل إلى 41.2% في عام 2009، مع انخفاض بنسبة حوالي 35.3% مقارنة بعام 2008، ثم انخفضت إلى حوالي 30.6% في عام 2010، مع انخفاض بنسبة 52% مقارنة بعام 2008، وواصلت الانخفاض إلى 13,6 في عام 2011، ووصلت لأدنى قيمة في عام 2018 بنسبة 7,6%.

على الرغم من مضاعفة قيمة المعاملة السنوية في سوق التداول خلال هذه الفترة، بمقارنة هذه القيمة مع قيمة الودائع السنوية في الجهاز المصرفي، يتضح أن هذه النسبة كانت منخفضة، مما يعني أنه كان هناك فرق كبير بين مبلغ المال الموجهة للاستثمار في الأوراق المالية من خلال سوق الأوراق المالية، وحجم الأموال المستخدمة كودائع في النظام المصرفي، وهذا يعكس مدى طلب الأفراد والمؤسسات

على استثمار أموالهم في البنوك بفوائدها وعوائدها المرتفعة مقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية مع ارتفاع خطرهما (صلاح زين الدين ، 1994).

#### 4. مؤشرات قياس نشاط البورصة في مصر

هناك العديد من المؤشرات المستخدمة لتتبع حركة سوق رأس المال وقياس تطور أسعار الأسهم في السوق المصري، بما في ذلك المؤشرات الرسمية (الصادرة عن هيئة سوق المال المصرية)، والأهم المؤشر العام لسوق رأس المال مؤشر البورصة المصرية (CASE 30) والذي أصدرته بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية في مارس 2003، والذي تم تغيير اسمه إلى (EGX30) بالإضافة إلى مؤشرات القطاعات المالية، ومؤشرات البنوك ... إلخ، وهناك مؤشر ستاندرد آند بورز جلوبال (Standard & Poor's Global) ومؤشر ستاندرد آند بورز (Standard & Poor's)، و مؤشر (MSCI) مورغان ستانلي (MSCI Morgan Stanley)، وبعض المؤشرات صدرت عن مؤسسات اقتصادية ومالية محلية ، وسلطات مثل الأهرام الاقتصادي، ومؤشرات المجموعة المالية المصرية هيرميس (Hermes)، ومؤشرات عالم اليوم، ومؤشر (Dow Jones EGX Egypt Titans 20)، والتي تمثل جميع الأسهم المتداولة في البورصة المصرية ذات الأصل المصري باستثناء الأسهم التي لم يتم تداولها لمدة 20 يوماً أو أكثر خلال الأشهر الثلاثة السابقة لاختيار الأسهم التي تمثل المؤشر (محمد عثمان إسماعيل ، 2005).

تلعب المؤشرات دوراً رئيسياً في تقييم أداء السوق ومتابعة اتجاهاته، وقد أثرت الأحداث الخارجية والداخلية على المؤشرات الرئيسية للسوق، حيث تحسن أداء سوق الأسهم منذ عام 2004، ويتضح ذلك من خلال القيمة العالية للمؤشر (EGX 30)، بالإضافة إلى تحسين أداء شهادات الإيداع العالمية والوثائق التي يتم تداولها خارجياً. تطور أداء البورصة في مصر على مدار الخمسة عشر عام الماضية، فتم تعديل المؤشر العام الرئيسي لسوق المال ليكون (EGX30) وتم إضافة بعض المؤشرات، وتتضمن البورصة المصرية خلال فترة الدراسة المؤشرات التالية:

### (1) مؤشر Case المحلي:

يبين هذا المؤشر المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المحلية المدرجة في البورصة المصرية مرجحة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة، ويعد هام لمختلف المتعاملين في السوق، حيث يمكن للمستثمر تحديد فرص الاستثمار داخل السوق، ومقارنة كفاءة الأسواق المالية، وتحديد نشاط السوق من خلال مقارنته بالسنوات السابقة، وتم تطويره واستبدل بمؤشرات أخرى (خالد الراوي، 2004).

### (2) المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية (EGX 30):

تم تعديل اسم المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية (Case 30) ليصبح (EGX 30)، تمشيا مع تعديل الاسم القانوني للبورصة الذي تغير من بورصة القاهرة والإسكندرية إلى البورصة المصرية تبادلاً، ويشترط 30 شركة مكونة للمؤشر، كما أنه يشترط تحقيق الشركة لأكثر من نسبة 50% من أيام التداول. يبين الشكل رقم (5) ارتفاع المؤشر من 1441 نقطة عام 2004 تدريجياً، وسجل في عام 2007 7803 نقطة، ثم سجل 9827 مقطة 2008 ثم انخفض إلى 5703 نقطة في عام 2009، ومع زيادة ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في أداء الاقتصاد المصري عادت إلى الارتفاع لتصل إلى 6033 نقطة في عام 2010، ثم سجل انخفاض في أداء البورصة بداية من عام 2011 حتى عام 2013، وعاود الارتفاع في 2014، ثم ارتفعت بشكل ملحوظ في عام 2016، وعام 2017 ليسجل 1509، 1972 على التوالي، إلا أنه سجل هبوط حاد في عام 2018 كما هو موضح بالشكل (5).

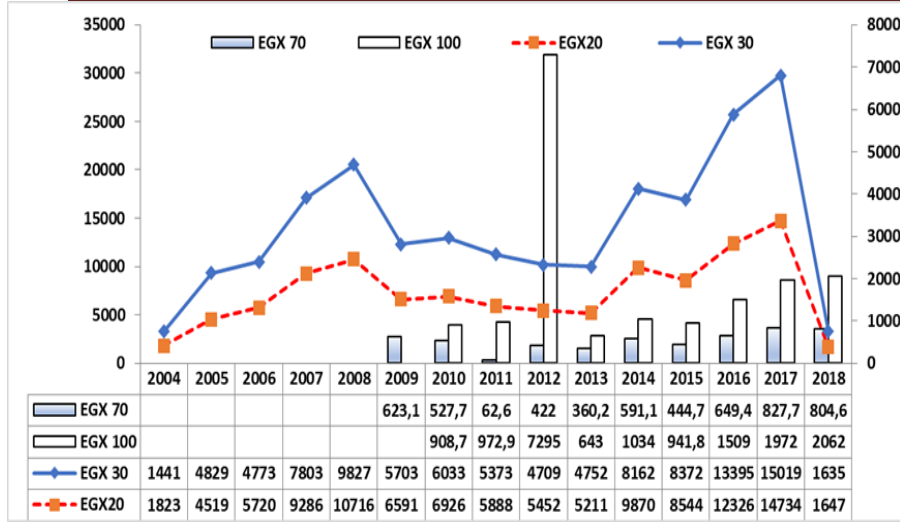
يرجع الانخفاض بشكل أساسي إلى تأثير المعاملات في البورصة بالشائعات التي رافقت القرارات الاقتصادية التي اتخذتها الحكومة المصرية في مايو 2008، بالإضافة إلى الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية وعواقبها على عدد كبير من الأجانب حيث باع المستثمرون الجانب جزءاً من استثماراتهم في البورصة المصرية لمواجهة خسائرهم في الأسواق العالمية، ومع ذلك، اتخذ المؤشر اتجاهاً تصاعدياً في ضوء التدابير المتخذة، محلياً وعالمياً، لاستيعاب تداعيات الأزمة، فضلاً عن انخفاض أسعار الأسهم التي اجتذبت المستثمرين وحالت دون استمرار الاتجاه

التنازلي للمؤشر. لكن أثرت أحداث 25 يناير وايضاً على معدلات الأداء والتي اظهر المؤشر تعافي منها بفضل إجراءات الإصلاح والسياسات التي طبقت فيما بعد.

### (3) مؤشر (EGX20):

يأتي تدشين البورصة المصرية لمؤشر EGX20 في يناير 2003، بهدف تنويع أدوات قياس أداء السوق أمام فئات المستثمرين المختلفة، وبما يتوافق مع المادة رقم 149 من الفصل الثاني من الباب الثالث من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال الصادر بالقانون رقم 95 لعام 1992، بحيث ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على 10% من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، ومن ثم يوفر المؤشر للمستثمرين القدرة على قياس أداء السوق وفقاً لترجيح رأس المال السوقي بما لا يزيد عن 10% للشركة الواحدة. ويضم المؤشر: شركات العربية للاستثمارات والتنمية، الشرقية للدخ السادس من أكتوبر للتنمية- سوديك ان، مجموعة طلعت مصطفي، مصر الجديدة للإسكان والتعمير، اوراسكوم للاتصالات والاعلام، الصعيد العامة للمقاولات، جبهة للصناعات الغذائية، البنك التجاري الدولي، المصرية للاتصالات، الكابلات الكهربائية المصرية، جلوبال تيلكوم القابضة، مدينة نصر للإسكان والتعمير، مجموعة عامر جروب. ويبين الشكل رقم (5) تطور المؤشر الذي يتوافق في اتجاهاته صعوداً وهبوطاً إلى حد كبير مع مؤشر (EGX 30)، وسجل أعلى قيمة له في عام 2008 وعام 2017 حيث سجل 10716، 14734 نقطة على التوالي.

شكل رقم (5) يبين تطور مؤشرات (EGX 20 Capped)، (EGX 20)، (EGX 30)، (EGX 100)، (EGX70)



المصدر: قاعدة بيانات البنك المركزي

#### (4) مؤشر (EGX 70):

دشنت البورصة المصرية مؤشر سعري جديد يحمل اسم (EGX 70) بدءاً من 1 مارس 2009، حيث يقيس المؤشر الجديد أداء السبعين شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري بعد استبعاد الشركات الـ 30 الأنشط المكونة لمؤشر EGX 30. ويقوم المؤشر بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، وقد بدأ حسابه بأثر رجعي بداية من 2008/1/1. وقد سجل 623.1 نقطة في نفس التاريخ تدشنه، ويبين الشكل رقم (5) مراحل تطور نقاط المؤشر.

وقد تم إطلاق مؤشراً جديداً باسم EGX70 EWI متساوي الأوزان وإلغاء مؤشر EGX70، يقيس أداء أفضل 70 شركة في البورصة المصرية بمنهجية إدراج جديدة من حيث قيمة السيولة والنشاط، بحيث يتوافق مع أفضل الممارسات الدولية في مجال إدارة مؤشرات أسواق الأوراق المالية، المؤشر الجديد الذي يعتبر بديلاً لمؤشر EGX70 ابتداءً من 2008 بقيمة 1000 نقطة، وتحصل كل شركة مدرجة على نفس الوزن النسبي وهو حوالي 1,43% في أول أيام المراجعة الدورية (موقع البورصة المصرية).

#### (5) مؤشر (EGX 100):

قامت البورصة المصرية بإطلاق هذا المؤشر السعري بدءاً من 2 أغسطس 2009، حيث يقيس المؤشر أداء المئة شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري متضمنة الشركات الـ 30 الأنشط المكونة لمؤشر EGX 30 والشركات الـ 70 المكونة لمؤشر EGX 70. ويقوم مؤشر EGX 100 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي.

ويبين الشكل رقم (5) أن المؤشر سجل 908.7 نقطة في عام 2010 وبلغ 2062 نقطة في عام 2018.

وقد دشنت البورصة المصرية مؤشراً جديداً متساوي الأوزان باسم " EGX 100 EWI"، والذي يعد بديلاً لـ EGX 100 حيث يتضمن تعديل لمنهجية القياس (موقع البورصة المصرية).

#### (6) مؤشر (EGX 50 EWI):

كان من أبرز مؤشرات البورصة المصرية مؤشر بورصة القاهرة والإسكندرية (CASE 50) الذي يضم أفضل 50 شركة يتم تداول أسهمها في البورصة من حيث السيولة. ويعتمد هذا المؤشر على مؤشرين، أحدهما للسعر والآخر لـ (الناتج المحلي الإجمالي)، المؤشر الأول لـ CASE / 50 يقيس العائد على الاستثمار من خلال الزيادة والنقصان في القيمة السوقية للأسهم من خلال أي زيادة ونقصان في القيمة الرأسمالية للأسهم، في حين المؤشر الثاني لـ CASE / 50 مؤشر العائد الإجمالي والذي يأخذ في الاعتبار عائد التوزيعات وفوائد أو خسائر رأس المال، ويتم حساب مؤشر CASE باستخدام فكرة ترجيح القيمة الرأسمالية للسوق (محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم، 2002). وفي أغسطس 2015 قامت البورصة بتدشين مؤشر (EGX 50 EWI) ويضم المؤشر أكبر 50 شركة من حيث السيولة والنشاط، يمتاز هذا المؤشر بتقادي التركيز على صناعة معينة ومن ثم يمثل تمثيلاً جيداً لمختلف الصناعات والقطاعات العاملة داخل الاقتصاد المصري، وقد تم احتساب المؤشر من ابتداءً من 2013/7/2 بقيمة 1000 نقطة، وقد سجل مؤشر

(EGX 50 EWI) عدد نقاط 2076.3، 2569، 2736.5 لأعوام 2016، 2017، 2018 على التوالي (قاعدة بيانات البنك المركزي).

#### (7) مؤشر النيل

أطلقت البورصة في نهاية أكتوبر 2007 بورصة النيل، أول سوق لقيود وتداول الشركات المتوسطة والصغيرة في مصر وفي منطقة الشرق الأوسط وشمال، لدعم وتنمية الشركات المتوسطة والصغيرة من خلال توفير آليات تمويل جديدة تساعد على نمو الشركات وتوسعها.

في عام 2010 صدر قرار رقم (47) برفع الحد الأقصى للشركات التي تقيد في البورصة من 25 مليون إلى 50 مليون جنية مصري. وعلى الرغم من بلغ عدد الشركات المقيدة ببورصة النيل عن 32 شركة. خلال أعوام 2016، 2017، 2018 يتم التداول في عدد 27، 29، 30 على التوالي، وسجل رأس المال السوقي في نهاية العام 1.4، 1.2، 1.2 مليار جنية على التوالي، وفي عام 2019 أنخفض رأس المال السوقي إلى 1.1 مليار جنية بعد انخفاض عدد الشركات المقيدة والمتداولة إلى 29 شركة.

جاء تدشين مؤشر النيل في إطار السعي الدائم لتطوير السوق واستحداث الأدوات المالية والمؤشرات بهدف زيادة القدرة التنافسية وتلبية احتياجات المستثمرين بتوفير الأدوات اللازمة لقياس أداء السوق، وفي إطار الاهتمام بتنشيط سوق بورصة النيل للأوراق المالية بصفة خاصة، وذلك بعد تغيير آليات التداول في بورصة النيل من آلية المزيدة إلى آلية التداول المستمر في نهاية عام 2011، وقد استخدم عدد من المنهجيات المختلفة والتي تضمنت منهجية المؤشرات المرجحة برأس المال السوقي الحر، والمؤشرات المرجحة برأس المال السوقي الحر ذات الوزن النسبي الأقصى، وكذلك المؤشرات السعرية.

ويؤسس المؤشر على منهجيته رأس المال السوقي المرجح بنسبة التداول الحر، وهي نفس المنهجية المستخدمة لإعداد مؤشر البورصة الرئيسي EGX 30، إلا أن يتم اختيار الشركات الأنشط في السوق من حيث قيمة التداول خلال فترة المراجعة، ثم



استبعاد الشركات التي تقل نسبة التداول الحر لها عن 10%، واستبعاد الشركات التي تشهد تكرار مخالفات الإفصاح، واستبعاد الشركات التي تحقق خسائر لفترة 3 سنوات متتالية، ولا يشترط عددا محددا من الشركات المكونة للمؤشر. المؤشر بدأ احتسابه بداية من 2 يوليو 2012، وذلك بعد فترة ستة أشهر من تغيير آلية التداول من نظام المزايدة إلى التداول المستمر بما سمح بزيادة نشاط السوق، وذلك عند مستوى 1000 نقطة. كما بلغ العائد المحقق نموا لقيمة المؤشر منذ تشييده وحتى نهاية عام 2013 نحو 15.7% ليغلق عند مستوى 1156.8 نقطة، مقارنة بعائد يقدر بنحو 37% على مؤشر EGX 30 خلال نفس الفترة. جدير بالذكر، أن قرار مد ساعات التداول ببورصة النيل من ساعة واحدة إلى 4 ساعات والذي بدأ تفعيله منذ الثالث من أكتوبر 2013، كان له أثر كبير على نمو العائد المحقق لقيمة مؤشر النيل. وقد حقق المؤشر عدد نقاط 465، 532.1، 510، 657.2، 763.8، 839.2، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018 على التوالي، حيث يلاحظ استمرار تراجع في الأداء.

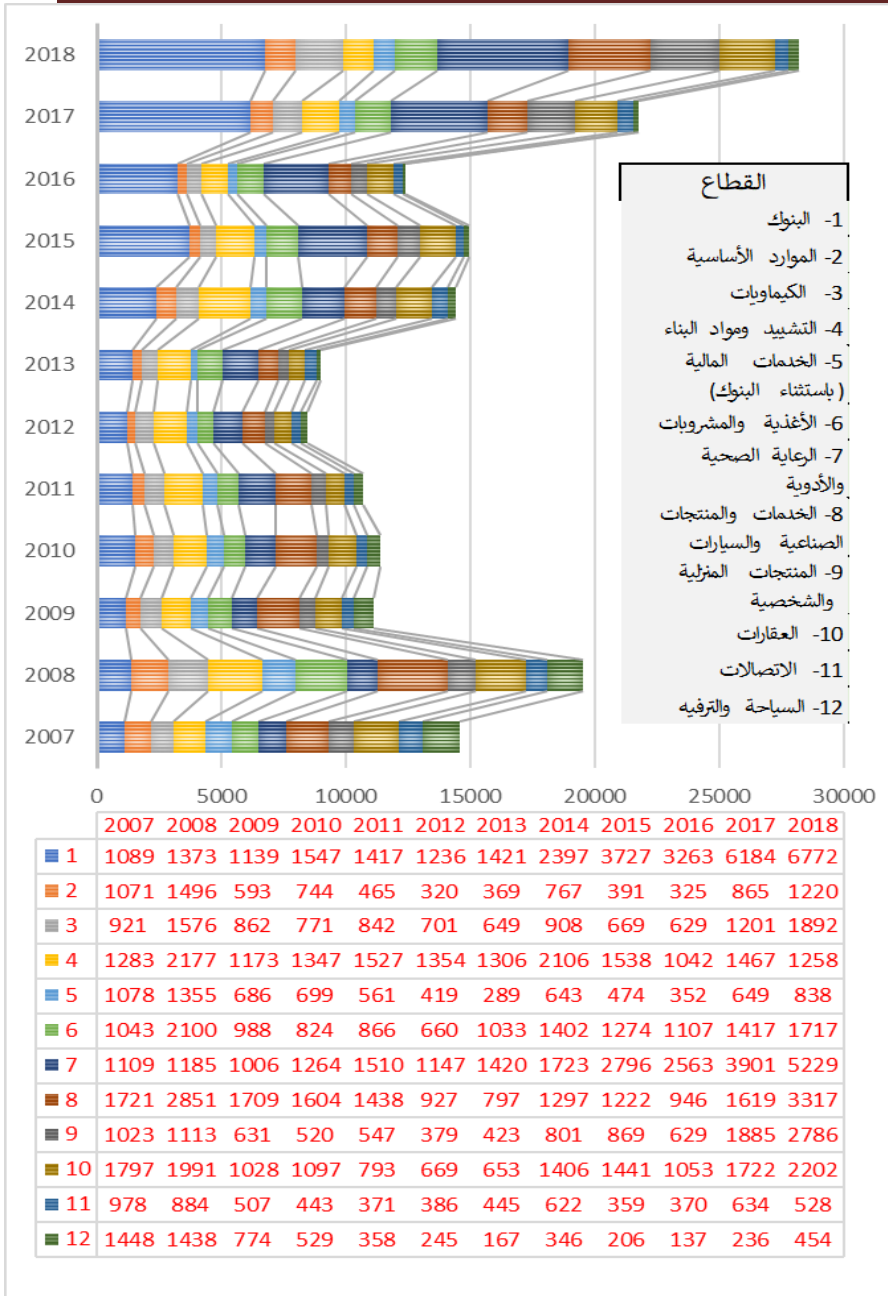
#### (8) المؤشرات القطاعية

يلخص الشكل رقم (6) تطور أداء القطاعات في البورصة المصرية من عام 2007 وحتى عام 2018، بحيث يمكن ملاحظة التغير السنوي في كل قطاع بشكل سنوي على مدار الفترة كما أنه يبين تغيرات كل قطاع في مقابل القطاعات الأخرى. من خلال البيانات يلاحظ أن قطاع البنوك يحتل المكانة الأولى من حيث التداول وارتفاع الأداء، حيث حقق ارتفاع ملحوظ خاصة من عام 2014 إلى عام 2018. ويأتي في المرتبة الثانية قطاع الرعاية الصحية والأدوية حيث سجل 1109 نقطة في عام 2007، وحقق ارتفاع متواصل مع بداية 2015 حتى بلغ 5229 نقطة في عام 2018.

ثم في المرتبة الثالثة قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات والذي شهد أداء متذبذب حيث سجل 1721 نقطة في عام 2007 وبلغ 3317 نقطة في عام 2018، ثم في المرتبة الرابعة قطاع التشييد ومواد البناء بأداء متقلب حيث سجل 1283 نقطة

في عام 2018 وسجل 1258 نقطة في عام 2018، ثم في المرتبة الخامسة قطاع العقارات سجل 1797 نقطة في عام 2007 ارتفعت إلى 2202 في عام 2018، وهكذا جاءت قطاعات الأغذية والمشروبات، ثم قطاع الكيماويات، ثم في المرتبة الثامنة قطاع المنتجات المنزلية والشخصية، ثم في المرتبة التاسعة الموارد الأساسية، ثم قطاع الخدمات المالية (باستثناء البنوك)، ثم قطاع الاتصالات، وفي المرتبة الثانية عشر قطاع السياحة والترفيه كما يوضح الشكل رقم (6).

شكل رقم (6) يبين تطور أداء القطاعات الاقتصادية بالبورصة المصرية



المصدر: قاعدة بيانات البنك المركزي للتقارير السنوية

### (9) مؤشر نسبة الدوران (%):

تعكس نسبة دوران الأسهم القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة، فكلما زاد الطلب على السيولة وبيع وشراء الأسهم في البورصة، زادت هذه النسبة، حيث تشير النسبة إلى عدد المرات التي يتم فيها تداول الأسهم خلال العام. إذا كانت هذه النسبة تساوي واحدًا أو 100%، فهذا يعني أنه يتم تداول السهم في المتوسط مرة واحدة في السنة، ولكن إذا كان أقل من واحد أو أقل من 100%، فهذا يعني أن التداول بطيء (البنك الأهلي المصري، 2005). يعد هذا المؤشر من أهم المؤشرات في معظم الدراسات المالية، ويشير أيضًا إلى سيولة السوق المالية، كذلك يشير إلى مستوى تكاليف الصفقات والمعاملات داخل السوق، حيث يمثل قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية. إذا كان ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة أكبر من ارتفاع القيمة السوقية، ترتفع قيمة هذا المؤشر في إشارة إلى درجة السيولة العالية في السوق المالية، لذا فإن نسبة الدوران تعتمد على قيمة كل حجم تداول وقيمة السوق (أمين لطفي، 2004). وكما يوضح الشكل رقم (7) فإن معدل الدوران ارتفع خلال الثلاث سنوات الأولى من الفترة ثم انخفض في عام 2007 ليصل إلى 38.7% أي بمقدار 10%، ثم قفز في عام 2008 ليصل إلى 70.3%، وتوالت الانخفاضات، ولم يصل إلى 38% إلا في عام 2014، ويسجل في عام 2009 حوالي 27.4%. يمكن أن تكون الزيادة في معدل الدوران نتيجة لارتفاع قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات نمو أعلى من معدلات نمو رأس المال السوقي خلال تلك الفترة، مما يؤدي إلى تشجيع المدخرين على الاستحواذ على الأصول المالية، وكذلك تحفيز المستثمرين لتوسيع النشاط. كما يمكن أن يكون التداول البطيء بسبب عدد كبير من الشركات المغلقة (العائلية)، حيث يقتصر تداول أسهمها على عدد محدود من المستثمرين.



المصدر: قاعدة بيانات البنك المركزي المصري، البورصة المصرية، تقارير مختلفة.

#### (10) مضاعف ربحية الشركات الأكثر نشاطاً:

يمثل السعر السوقي للسهم مقسوم على ربحية السهم. يوضح مضاعف الربحية قابلية المستثمر للدفع مقابل كل جنيه من أرباح الشركة، ومن ثم فإن مضاعف الربحية للسهم يتناسب عكسياً مع ربحية السهم، وترجع أهمية حساب مضاعف الربحية لمقارنة عدة شركات ينتمون إلى نفس القطاع، وللسوق بوجه عام، أو لمقارنة مضاعف ربحية الشركة خلال فترة زمنية معينة.

يبين الشكل رقم (7) مضاعف الربحية على السهم في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة أن المضاعف يتراوح بين 11.8 مرة إلى 22.3 مرة، حيث سجل أفضل القيم في عام 2004 وعام 2016، وظهر قيمة منخفضة في عام 2007 متأثر بالأزمة المالية العالمية حيث بلغ 21.9 مرة، وايضاً بلغ عام 2016 22.3 مرة بسبب ارتفاع أسعار الفائدة. وقد بلغ مضاعف الربحية 14 مرة في عام 2018.

#### (11) 9- شهادات الإيداع العالمية (GDRs):

تمثل شهادات الإيداع العالمية (Global Depository Receipts, GDRs) قناة لإدراج شركة محلية في منطقة أوسع، وهي مجتمع الاستثمار الدولي، فضلاً عن أنها تزيد من قدرة الدولة على تحرير أسواقها ثم دمجها في الأسواق العالمية، حيث تمثل الأسهم ذات الإصدار المصري المقيد في الأسواق المالية الخارجية باعتبارها إحدى قنوات التمويل لسوق الأوراق المالية للدولة، حيث يتم تداولها في الأسواق المالية

الدولية وتعتبر أداة مالية قابلة للتداول في تلك الأسواق. وبالتالي، يتم تداول الشهادات كبديل للأسهم الأصلية في أسواق رأس المال الدولية، مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك. تم إصدار GDR من أجل زيادة رأس المال الذي يتميز بما يلي (IFC, 1999):

○ السماح للشركة بدخول الأسواق العالمية مما يؤدي إلى تنوع مساهمي الشركة.

○ مساعدة سوق الأسهم المحلية على التوسع من خلال توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين، مما يساعد على زيادة أو استقرار سعر السهم.

○ المساعدة في زيادة رأس المال بشكل كبير والذي قد لا يتمكن السوق المحلي من توفيره.

○ تعزيز مكانة الشركة على مستوى الأسواق العالمية وتعزيز منتجاتها وخدماتها في الخارج.

○ يمكن استخدام شهادات الإيداع كأداة لتمويل عمليات الاستحواذ والاندماج. بدأت الشركات المصرية إصدار شهادات الإيداع العالمية في يوليو 1996، وطرحتها للتداول في بورصة "لندن" الدولية للأوراق المالية العالمية، وقد أظهرت البيانات أن عدد الشركات قد وصل إلى 14 شركة في عام 2010، ووصل إلى 16 شركة في عام 2018 هي:

البنك التجاري الدولي (مصر)، ليسيكو مصر، المصرية للاتصالات، السويس للأسمت، البويات والصناعات الكيماوية - باكين، المجموعة المالية هيرمس القابضة، مجموعة بورتو القابضة- بورتو جروب، اوراسكوم للاستثمار القابضة، الصناعات الغذائية العربية - دومتي، مدينة نصر للإسكان والتعمير، الاسكندرية للزيوت المعدنية، جي بي اوتو، بالم هيلز للتعمير، ايديتا للصناعات الغذائية، (مجموعة عامر القابضة (عامر جروب، النعيم القابضة للاستثمارات

الجدير بالذكر أن البورصة المصرية احتلت الصدارة في الأسواق الناشئة والعربية على حد سواء، كأفضل أداء خلال عام 2005، حيث كانت السوق المصرية فوق

الأسواق المالية الأخرى الصادرة عن المؤسسات العالمية الكبرى. كما جاءت مصر في المرتبة الأولى، وفقاً لمؤشر (ستاندرد آند بورز جلوبال (S & P / IFCG) بنسبة 155.9٪، أما مؤشر ستاندرد آند بورز للاستثمار (S & P / IFCG) احتلت مصر المركز الأول بزيادة قدرها 158.8٪، فيما احتلت البورصة المصرية الصدارة على مؤشر مورغان ستانلي (MSCI) بنسبة نمو بلغت 155.2٪ (التقرير السنوي للبورصة المصرية، 2005).

أيضا جدير بالذكر أن مجلة نيوزويك (Newsweek magazine) اختارت مصر من بين أكبر عشرة أسواق على مستوى العالم، وأيضاً أعلنت مجلة الإيكونوميست (The Economist magazine) أن البورصة المصرية سجلت أفضل أداء خلال عام 2005 بين الأسواق الناشئة والتي تضم 27 سوقاً حول العالم والتي التي ترصدها المجلة، حيث اكتسبت البورصة المصرية 125٪ بالدولار الأمريكي. مما يجعل عام 2005 أهم عام في تاريخ البورصة المصرية.

وقد ساعدت زيادة درجة انفتاح البورصة المصرية على أسواق رأس المال في العالم ونتيجة التطوير المستمر للدعاية للبورصة المصرية في الخارج لجذب المزيد من الاستثمارات وخلق اهتمام متزايد من جانب المؤسسات المالية الدولية للاستثمار في السوق المصري، وكذلك تزويدها بأدوات مالية متطورة من خلال اطلاق وثائق مشتقة من مؤشر (EGX 30) يتم تسجيلها وتداولها في عدد من أسواق الأسهم العالمية ، مثل (www.egyptianstocks.com): وثائق بنوك الاستثمار ( ABN - AMRO - Deutsche Bank Documents ) - وثائق جولدمان ساكس (Goldman Sachs Documents).

## 5. دور الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية

تتيح السوق المصرية للمستثمرين الأجانب، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، فرصة للاستثمار بسهولة في الأسهم المصرية ودون أي قيود على حرية حركة رأس المال والعملات الأجنبية أو تحويلها. بالإضافة إلى ذلك، فإنه يسمح بإدراج الأسهم

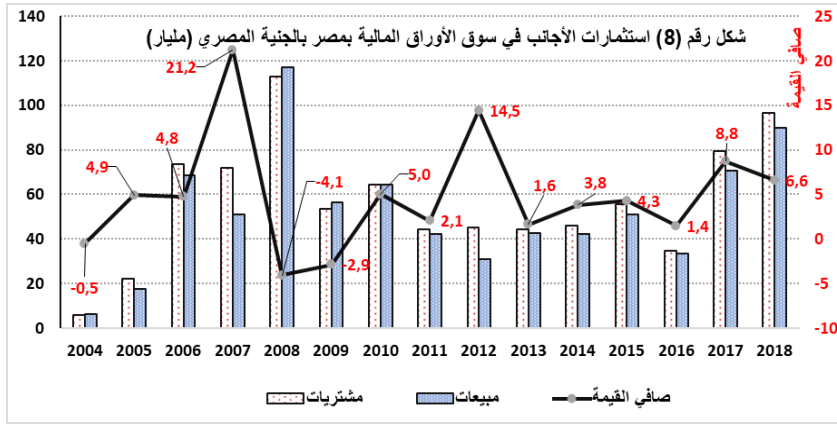
الأجنبية بموجب قواعد الإدراج في البورصة والتداول فيها بنفس الشروط التي تخضع لها الأسهم المحلية مع السماح للوسطاء الأجانب بالعمل في السوق المصري دون أي تمييز في المعاملة من الأنظمة الإدارية والقانونية بينها وبين المؤسسات المحلية، والتمتع بنفس بالامتيازات الضريبية، على أنها تعفي أرباح صناديق الاستثمار الدولية من ضريبة الدخل العامة. وقد أدى ذلك إلى تشجيع المستثمرين الأجانب والصناديق الأجنبية على شراء الأسهم المصرية وزيادة المساهمات الأجنبية في حركة المعاملات (سمير عبد الحميد رضوان، 1996).

أدى اهتمام الحكومة المصرية والبورصة في مصر بتطوير السوق وتحريره إلى العالم الخارجي والأسواق الخارجية إلى زيادة درجة التأثير المتبادل والترابط مع هذه الأسواق. كما ساعد برنامج الخصخصة على جعل السوق المصري أكثر جاذبية بين الأسواق الناشئة، وخاصة بالنسبة للمستثمرين الأجانب أو الأفراد أو المؤسسات، مما ساهم في زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي إلى البورصة المصرية، مع تزايد حركة التطوير والتحديث التي تجري فإن البورصة المصرية في طريقها لتصبح أهم مركز مالي في الشرق الأوسط (ناجي خشبة، 1993).

تتفاوت أعداد المستثمرين وجنسياتهم، وحجم معاملاتهم وعدد الأسهم وقيمة الشراء والبيع من سنة لأخرى في البورصة المصرية، حيث تتراوح نسبة استحواذ الأجانب بين 30% إلى أقل من 40%، وقد ارتفعت نسبة الاستحواذ من حوالي 30% عام 2005/2004، إلى استحواذ للأجانب في عام 2012/2011 بلغت نسبة 36.7% يمثل العرب 14.9% بينما يستحوذ الأجانب من غير العرب على 30.2%، وفي عام 2013/2012 بلغت نسبة استحواذ الأجانب من غير العرب على نسبة 38.3 من السوق منهم 23.4% من غير العرب بينما استحواذ العرب حوالي 14.9%، وفي عام 2016/2015 بلغت نسبة استحواذ الأجانب 29.4%، وفي عام 2018/2017 استحواذ الأجانب على نسبة 32.7% من إجمالي المعاملات في البورصة المصرية، بينما سيطر الأجانب على الطروحات الأولية بشكل متزايد في البورصة المصرية بنسبة مرتفعة بلغت 56% ، 60% ، 67.36% للأعوام 2017 و 2018 و 2019



على التوالي. الشكل رقم (8) يوضح قيمة معاملات الأجانب من البيع والشراء وصافي قيمتها خلال الفترة من 2004 حتى 2019 بالجنية المصري. بالإضافة إلى أن الجدول رقم (7) يوضح صافي كمية المعاملات وأعداد الأسهم بالشراء والبيع للمعاملات بالجنية المصري وبالدولار.



المصدر: البنك المركزي تقارير سنوية - البورصة المصرية تقارير سنوية

سجلت البيانات تذبذب واضح في تعاملات الأجانب في سوق المال المصري بالجنية المصري أو بالدولار الأمريكي، حيث لوحظ أثناء فترة الدراسة تحولات في اتجاهات المعاملات بين ارتفاع وانخفاض، وتظهر البيانات ارتفاع تعاملات الأجانب في عام 2004/2003 بمقدار 66.4% لتبلغ 13 مليار جنية مصري في مقابل 7.6 مليار جنية في العام السابق، على الرغم من تحقيق صافي مبيعات بلغت قيمته 0.5 مليار جنية مصري مقابل صافي مشتريات بلغ 1.5 مليار جنية في العام السابق. وعند اتباع اتجاه الأجانب يتضح أنها كانت للبيع بالجنية المصري محققة صافي مبيعات بلغ 538.5 مليون جنية مقابل صافي مشتريات بلغ 889 في العام السابق، وانخفض الشراء بالدولار الأمريكي حيث بلغ 12.9 مليون دولار في مقابل صافي شراء بلغ 123.4 مليون دولار في العام السابق. وارتفع نشاط الأجانب بشكل ملحوظ عام 2005/2004 بنسبة 247.7% فبلغ 45.1 مليار جنية، وصافي مشتريات بلغ 7 مليار جنية، واتجاه الشراء بالجنية المصري بلغ صافي شراء 4.9 مليار جنية وايضاً بالدولار الأمريكي حقق صافي شراء بلغ 352.6 مليون دولار.

جدول (7): تعاملات المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية بمصر- خلال الفترة

السنة	عدد العمليات (الف)	مشتريات	مبيعات	صافي كمية مليون	مشتريات	مبيعات	صافي القيمة مليون	مشتريات	مبيعات
2003/	EGP 10,7	138,7	127,9	49,0-	209,0	258,0	538,5-	5890,0	6428,5
2004	\$ -0,8	2,3	3,0	1,0	14,0	13,0	12,9	61,0	48,1
2004/	EGP 45,3	288,1	242,8	94,0	465,0	371,0	4944,9	22297,5	17352,6
2005	\$ 1,8	4,7	2,8	20,0	49,0	29,0	352,6	648,6	296,0
2005/	EGP 25,2	63,9	61,3	139,0	1232,0	1093,0	4754,7	73384,7	68630,0
2006	\$ 17,3-	17,0	34,3	24,0-	67,0	91,0	263,7-	305,2	568,9
2006/	EGP 178,7	765,6	586,9	464,0	1710,0	1246,0	21206,1	72094,9	50888,8
2007	\$ 11,2	42,7	31,5	276,0-	216,0	492,0	-1263,2	478,8	1743,0
2007/	EGP 157,8	1220,5	1062,7	261,0	3068,0	2807,0	-4071,2	113004,7	117075,9
2008	\$ 2,5	54,0	51,5	16,0-	354,0	370,0	308,7	1281,2	972,5
2008/	EGP 77,4-	849,5	926,9	404,0-	2808,0	3212,0	2875,0-	53424,0	56299,0
2009	\$ 10,2-	36,8	47,0	72,0-	159,0	231,0	85,0-	291,0	376,0
2009/	EGP 131,9	1055,6	923,7	346,0	4241,0	3895,0	5004,0	64421,0	64421,0
2010	\$ 6,7	47,2	40,4	30,0	243,0	213,0	106,0	580,0	474,0
2010/	EGP 57,0	870,1	813,1	42,0	3726,0	3684,0	2070,0	44104,0	42034,0
2011	\$ 3,7	32,6	28,8	7,0	123,0	116,0	15,0-	217,0	232,0
2011/	EGP 104,6-	677,1	781,6	416,0-	3640,0	4056,0	14453,0	45223,0	30770,0
2012	\$ 6,3-	21,8	28,1	11,0-	107,0	118,0	24,0-	128,0	152,0
2012/	EGP 7,0	696,9	689,9	196,0-	5305,0	5501,0	1633,0	44269,0	42636,0
2013	\$ 3,4-	23,5	27,0	18,0-	107,0	125,0	7,0-	105,0	112,0
2013/	EGP 9,3-	574,0	583,2	394,0-	5882,0	6276,0	3841,0	45952,0	42111,0
2014	\$ 3,9	19,2	15,3	43,0	163,0	120,0	25,0	126,0	101,0
2014/	EGP 57,9	686,4	628,5	372,0	5923,0	5551,0	4313,0	55424,0	51111,0
2015	\$ 6,8-	11,1	17,8	19,0-	165,0	184,0	20,0-	94,0	114,0
2015/	EGP 20,5-	587,4	608,0	829,0-	6412,0	7241,0	1447,0	34844,0	33397,0
2016/	EGP 135,1	900,2	765,1	425,0	11809,0	11384,0	8751,0	79402,0	70651,0
2017/	EGP 78,2	943,2	864,9	213,0-	12910,0	13123,0	6581,0	96596,0	90015,0

المصدر: البنك المركزي المصري - تقارير سنوية - أعداد متفرقة

وفي عام 2006/2005 ارتفعت إجمالي تعاملات الأجنبي بمعدل 226% ليصل إلى 147.1 مليار جنية بصافي شراء بلغ 3.2 مليار جنية، في حين ارتفع التعامل بالجنية المصري بصافي شراء 4.7 مليار جنية ، بينما كان اتجاه تعامل الأجنبي بالدولار في اتجاه صافي مبيعات بلغ 263.7 مليون دولار امريكي، بينما في عام 2007/2006 حققت تعامل الأجنبي صعود حاد وصل لصافي مشتريات بلغ 14 مليار جنية بإجمالي تعاملات وصل إلى 135.7 مليون، وكان اتجاه تعامل الأجنبي بالجنية المصري حيث حقق صافي شراء بلغ 21.2 مليار جنية بينما كانت التعاملات بالدولار الأمريكي في اتجاه البيع حيث سجلت صافي بيع بلغ 1264.1 مليون دولار. يلاحظ أيضاً ارتفاع اقبال الأجنبي على التعامل في السوق المصري كان بسبب ارتفاع مؤشرات تقييم المؤسسات الدولية للاقتصاد المصري على مدار سنتين متتاليتين كنتيجة للإصلاحات والسياسات التي تمت، وايضاً بسبب زيادة مؤشرات الربحية ومضاعف الربحية مقارنة بالبورصات الأخرى، وكذلك على مستوى الأسواق الناشئة، هذا وفقاً لمؤشر ستاندرد أند بورز ووفقاً لهيئة التمويل الدولية. لكن سرعان ما تحولت مساهمة الأجنبي في التعاملات في السوق المصري بسبب التأثر بالأزمة المالية العالمية، ففي عام 2009/2008 انخفض إجمالي التعاملات إلى 113.4 مليار مقابل 327 مليار جنية عام 2008/2007 جنية بصافي مبيعات 3.3 مليار جنية مقابل صافي مبيعات 2.4 مليار جنية في عام 2008/2007. حقق تعامل الأجنبي تراجع بنسبة 31.6% في عام 2011/2010 بعدما حققت تحسن ضعيف في عام 2010/2009، حيث بلغ الإجمالي 88.7 مليار جنية بصافي شراء 2 مليار جنية مليار جنية في مقابل إجمالي 129.7 بصافي شراء بلغ 5.6 مليار جنية، واستمر التراجع في عام 2012/2011 بمعدل 12.5% وبلغ إجمالي التعاملات 77.7 مليار جنية بصافي مشتريات بلغ 14.3 مليار جنية. وفي عام 2013/2012 ارتفعت تعاملات الأجنبي بنسبة 13.7% لتبلغ 88.3 مليار جنية بصافي شراء بلغ 1.6 مليار جنية، وارتفعت تعاملات الأجنبي في عام 2015/2014 بنسبة 20.5% بإجمالي قيمة وصلت إلى 108 مليار جنية بصافي

شراء بلغ 4.2 مليار جنية، في مقابل معاملات بإجمالي 90 مليار جنية وصافي شراء بلغ 4 مليار جنية عام 2014/2013.

وارتفعت التعاملات ايضاً في عام 2017/2016 بمعدل 119.9% بإجمالي 150 مليار جنية، وصافي شراء بلغ 8.8 مليار جنية، في مقابل إجمالي معاملات للأجانب بلغ 68.2 مليار جنية بصافي شراء بلغ 1.4 مليار جنية في عام 2016/2015. وفي عام 2018/2017 ارتفعت التعاملات بمعدل 24.4% بإجمالي تعاملات بلغ 186.6 مليار جنية وصافي شراء بلغ 6.6 مليار جنية، وفي عام 2019/2018 حققت مشتريات الأجانب طفرة نوعية بصافي شراء بلغ 42.31 مليار جنية مصري. من خلال تتبع حركة معاملات المستثمرين الأجانب بالبورصة المصرية، البيع والشراء، فضلاً عن اتباع اتجاهات تلك المعاملات زمنياً وعلى مستوى القطاع، وحجم المعاملات المتداولة، وكمية وقيمة الأسهم المتداولة، يمكن الوصول إلى بعض النتائج التالية (موقع البورصة المصرية، 2018):

- انتشر تواجد المستثمرين الأجانب عبر معظم القطاعات الاقتصادية، مع تركيز قليل على قطاعات البنوك والأسمنت والنفط والاتصالات، والتي تمثل القطاع الأكثر ديناميكية ونجاحاً في الاقتصاد الوطني.
- الاستقرار السياسي والمؤشرات الاقتصادية الإيجابية هما العاملان الرئيسيان لجذب معاملات المستثمرين الأجانب وتطويرها.
- يعد الاستقرار النقدي من حيث استقرار العملة وزيادة احتياطي النقد وانخفاض أسعار الفائدة أحد العوامل المهمة لزيادة تعاملات المستثمرين الأجانب في مصر.

## النتائج والتوصيات

- في إطار ما هو موضح أعلاه، يمكن استخلاص مجموعة من النتائج، أهمها:
- تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة معدلات النمو وتتغلب على التحديات الداخلية والخارجية وتحقق نتائج جيدة.
  - على الرغم من التطورات الإيجابية التي شهدتها سوق إصدار الأسهم خلال فترة الدراسة، فإن انتشار تأسيس الشركات المساهمة المغلقة يمثل نقطة ضعف لسوق الإصدار في مصر. كما أنها تعاني من ضعف حجم إصدارات السندات. بالإضافة إلى ذلك، فإن الجزء الأكبر منه هو إصدار السندات الحكومية.
  - انخفض عدد الشركات المدرجة في البورصة من حوالي (803) شركة في نهاية عام 2004 إلى نحو 333 شركة في عام 2009 ثم إلى حوالي 215 شركة في نهاية عام 2010 ثم 2010 في عام 2013، ثم 224 في عام 2018. ويرجع هذا الانخفاض إلى إضافة شركات جديدة وإزالة عدد الشركات التي لم تلتزم بالشروط والمعايير الموضوعية للتواجد في البورصة، والتطبيق الصارم لمبادئ الحوكمة.
  - بلغت نسبة الإصدارات الأولية للأسهم والسندات للنتائج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (2004-2018) حوالي 6-27.1% وهي نسبة صغيرة للغاية. وهذا يعني ضعف حجم السوق الأولية وتواضع الأدوات بسبب غياب العديد من المؤسسات المالية التي تساهم في تحفيز وزيادة فعالية سوق الإصدار واللجوء الحكومي لتغطية جزء من العجز المالي، وإصدار الأسهم غير القابلة للتداول في سوق الأسهم، مثل سندات الخزنة.
  - انخفاض حصة السوق الأولية لتمويل الاستثمارات في مصر خلال الفترة (2004-2018) يعني عدم فاعلية دور السوق الأساسي في تعبئة وتوجيه المدخرات لتمويل الاستثمارات. لم يتم تمويل غالبية الاستثمارات من خلال الاكتتابات الجديدة في شكل أسهم أو سندات جديدة، ولكن بطرق أخرى بدلاً من سوق الأسهم، بسبب اتجاه العديد من الوحدات الاقتصادية إلى السوق النقدية لتوفير التمويل اللازم، ويلجأ

القطاع الخاص إلى تفضيل إنشاء شركات مساهمة (مغلقة) محلية، وبالتالي لم تساهم في تنشيط سوق الإصدار.

● على الرغم من الزيادة في نسبة رسملة الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي حتى الفترة ما بعد عام 2008، بسبب الأزمة المالية العالمية، إلا أنها انخفضت بشكل حاد حتى وصلت إلى 23% عام 2015 وحتى بلغت 20% عام 2018. ومن ثم تظهر ضعف شديد، خاصة عند مقارنتها بما تم تحقيقه في الأسواق الأخرى. تجاوزت قيمة الرسملة المالية قيمة الناتج المحلي الإجمالي في العديد من الدول، حيث كانت النسبة، على سبيل المثال، حوالي 184%، 136.6% في كل من ماليزيا والمكسيك، على التوالي.

● على الرغم من الزيادة في نسبة الرسملة المالية إلى السيولة المحلية في مصر، في الفترة التي سبقت الأزمة العالمية، إلا أنها انخفضت بشكل حاد فبلغت 29.1% في عام 2011 و24% عام 2015 ووصلت إلى 21% عام 2018، وهذه نسبة ضعيفة جدا وخاصة عند مقارنتها بما تم تحقيقه في أسواق الدول الأخرى، حيث كانت هذه النسبة أكثر من 100% في العديد من البلدان المتقدمة، تصل إلى حوالي 134% و126.5% في كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة على التوالي.

● توجد فجوة كبيرة بين مبلغ المال الموجه للاستثمار في الأسهم من خلال البورصة وحجم الأموال المستخدمة كودائع طويلة الأجل في النظام المصرفي خلال فترة الدراسة، والتي فيها نسبة قيمة المعاملة السنوية إلى إجمالي المبلغ السنوي لم تتجاوز الودائع 20% في سنوات عديدة خلال هذه الفترة.

● ضعف حجم الأسهم في سوق التداول لحجم الأسهم المقيدة يعني أنه لا يمكن تداول سوى جزء صغير من الأسهم المقيدة في السوق. أكبر نسبة من الشركات المدرجة (الشركات المغلقة) ليست في الواقع خاضعة للتداول، حيث تراوحت نسبة الشركات المغلقة إلى إجمالي الشركات المدرجة من 70% إلى 85%. وبالتالي، فإن سوق التداول في البورصة محروم منها بالفعل.

○ أدى اهتمام الحكومة المصرية والبورصة المصرية إلى تطوير السوق وتحريره للعالم الخارجي والأسواق الخارجية لزيادة درجة التأثير المتبادل والترابط مع هذه الأسواق، كما ساعد برنامج الخصخصة المصري أن تصبح السوق أكثر جاذبية بين الأسواق الناشئة، خاصة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، مما ساهم في زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى البورصة المصرية حيث سيطر المستثمرون الأجانب على حوالي 35% من إجمالي المعاملات في السوق المصري، فضلاً عن سيطرة الأجانب على الطروحات الأولية بشكل متزايد في الثلاث سنوات الأخيرة من الدراسة فبلغت 67.3% عام 2018، كما حققت مشتريات الأجانب طفرة نوعية بصافي شراء بلغ 42.31 مليار جنية مصري عام 2019/2018.

في ضوء النتائج السابقة جاءت التوصيات البحثية على النحو التالي:

- تطوير الهيكل المؤسسي للهيئة العامة لسوق المال بما يتماشى مع الدور الإشرافي المنوط بها وإعادة تكوين الروابط الوظيفية في الهيكل التنظيمي لتحقيق الأهداف المرجوة.
- وضع آليات لنشر قرارات الهيئة العامة لسوق المال لمزيد من الشفافية في معاملاتهم وإعلام العملاء في البورصة بما في ذلك القرارات الصادرة عن الهيئة بشكل مستمر.
- دخول التقنيات الحديثة في مجال البورصة ونظم المعلومات ودعم اتخاذ القرار في الهيئة العامة لسوق المال لتسهيل دورها في الإشراف على السوق.
- الإفصاح الشامل عن كافة المعلومات اللازمة عن الشركات المصرية المدرجة للتعرف على نتيجة النشاط والتنبؤات بالوضع المستقبلي لهذه الشركات وفرص الاستثمارية.
- الإشراف على تنظيم وتداول الأسهم، لمنع المضاربة، وتسهيل تبادل ونقل الملكية.

- العمل على العديد من الجهات المصدرة للأوراق المالية وتعديل إيقاع العمل في السوق غير المنتظمة.
- ضرورة التوسع في الاستثمار في شركات الاكتتاب العام المستهدف بموجب القانون رقم (95) لسنة 1992 لسوق رأس المال للمساهمة في زيادة عددها لضمان التوسع في السوق والحد من انتشار ظاهرة تأسيس الشركات المغلقة.
- ضرورة العمل على زيادة قيمة الإصدارات الأولية السنوية أو الأسهم أو السندات، وكذلك نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي من خلال إقناع المؤسسات المالية وتشجيعها على المساهمة في التنشيط وزيادة فعالية سوق الإصدار، مثل أمناء الاكتتاب الشركات، وشركات التأجير التمويلي لإقامة المشاريع وترويجها بما هو متاح من مصادر تمويل غير عادية ومعرفة فنية وخبرات مالية.
- الحد من لجوء الحكومة إلى تغطية جزء من العجز المالي من خلال إصدار أوراق مالية غير قابلة للتداول في سوق الأسهم مثل أدون الخزنة وضرورة توسيع طرح السندات مباشرة إلى الاكتتاب العام.
- العمل على تعزيز سوق الإصدار من خلال توفير المزيد من الأدوات والمؤسسات للعمل على تنشيط وزيادة فعاليتها، لتكون قادرة على لعب دور في تعبئة المدخرات وتطوير الودائع طويلة الأجل وإعادة استخدامها من خلال الأوراق المالية في المجالات الاستثمارية طويلة الأجل.
- تنشيط سوق التداول في البورصة من خلال الاستفادة من أكبر نسبة من أسهم الشركات المدرجة (الشركات المغلقة) غير القابلة للتداول.
- العمل على استمرار الجهود لتطوير التشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم عمل البورصة المصرية، واعتماد نهج الخصخصة ونقل ملكية هذا السوق تدريجياً إلى القطاع الخاص، إلى جانب تعميق الإصلاحات الاقتصادية للحكومة المصرية من خلال تعزيز النشاط الاقتصادي والعمل على درجة انفتاح البورصة المصرية على أسواق المال في العالم.



- تعزيز دور السياسة الاقتصادية للحكومة المصرية، بما في ذلك المساعدة على تطوير السوق المالية المصرية لتصبح جذابة لرأس المال المحلي والأجنبي، ومن ثم تحفيز الاستثمار في المشاريع طويلة الأجل.
- ضرورة مراعاة الدقة والتوافق في البيانات الصادرة في التقارير السنوية من الهيئات والمؤسسات والمراكز المعنية المختلفة.

### قائمة المراجع

#### المراجع العربية

1. الأسرج، حسين عبد المطلب. 2002. دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر. جامعة الزقازيق - فرع بنها: رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير فى الاقتصاد، 2002.
2. عبد المجيد المهيلمي: التحليل الفني للأسواق المالية، القاهرة، البلاغة للطباعة والنشر والتوزيع، العدد 4، 2006.
3. عبد الغفار حنفى، رسمنة قرياقص: أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار. الإسكندرية: دار الجامعة. 2000.
4. عبد الحميد صديق عبد البر: "سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الاقتصاد الوطني" دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الدولية، دكتوراه غير منشورة. أطروحة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 1994.
5. أحمد عبده سالم: دور البورصة في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية في مصر، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، 1998.
6. الأهرام: ندوة استضافها المعهد المصرفي حول اللوائح المناسبة لدخول البنوك في مجال التمويل 2006.
7. أماني عبد الوهاب: دعم البورصة المصرية، اجتماع الخبراء، سلسلة الأوراق الاقتصادية، رقم (4)، وورقة عمل، المعهد القومي للتخطيط يوليو 2006.
8. أمين لطفي: التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية، دار الجامعة، 2005.
9. AMF: قاعدة بيانات أسواق الأسهم العربية، أبو ظبي، العدد 49، 2007

10. التقارير السنوية للبورصة المصرية 2004-2010
11. أشرف شمس الدين: أداء سوق المال في مصر، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة، 2004.
12. بنك مصر: سوق الأوراق المالية في مصر: مشكلات وخصائص خاصة للسوق المالية الناشئة (1990-1996)، أوراق بحثية لبنك مصر، العدد (1)، 1997
13. بنك القاهرة: مدى أهمية تطور سوق السندات في تنشيط سوق الأوراق المالية في مصر النشرة الاقتصادية المصرفية، مارس 1999.
14. موقع بورصة القاهرة والإسكندرية: الإنترنت، التقرير السنوي لعام 2006.
15. البنك المركزي المصري: التقرير السنوي 2003-2019.
16. قاعدة بيانات البنك المركزي على الإنترنت.
17. الهيئة العامة لسوق المال: التقارير السنوية من 2003 إلى 2019.
18. هالة السعيد: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصرية، خطابات البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي 2001.
19. حسين الاسرج: آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية المدخرات، مجلة مصر المعاصرة، العدد 477-478، يناير - أبريل 2005.
20. إيهاب الدسوقي: اقتصاديات كفاءة البورصة. القاهرة: دار النهضة العربية للنشر والتوزيع. 2007.
21. خالد الراوي: الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004
22. محمود صبح: التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية. دار النهضة العربية للنشر والتوزيع. 2000.
23. محمد عبد الرحيم الشافعي: "تطور سوق الأوراق المالية في مصر: دراسة تطبيقية على سوق الأسهم المصرية"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة الأزهر، 2000.
24. محمد فخري مكي: مؤشر سوق المال المصري لأسعار الأسهم المدرجة في البورصة، ندوة الجمعية المصرية للإدارة المالية، سوق رأس المال والبورصة، ديسمبر 1996.

25. محمد عثمان إسماعيل: أسواق رأس المال والبورصة، دار النهضة العربية، 2005.
26. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم: تحليل وتقييم الأوراق المالية. الإسكندرية. بيت الجامعة. 2002.
27. محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مقدمة في الهندسة المالية. الإسكندرية: دار الجامعة. 2003.
28. محمد سامح عبد الهادي: "دور البورصة المصرية في تمويل الاستثمارات"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة المنوفية، 1995.
29. محسن الخضيرى: مؤشرات البورصة المصرية، القاهرة: دار الهدى للطباعة والنشر. 2005.
30. منير هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
31. نجلاء ذكرى: ندوة تطوير سوق المال - الأهرام - رقم (42579) 2003.
32. ناجي خشبة: أثر التغيرات في أسعار الفائدة على قيمة الأوراق المالية في البورصة، المجلة المصرية للدراسات التجارية، العدد (4)، المجلد (7)، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 1993.
33. البنك الأهلي المصري: النشرة الاقتصادية، العدد الأول، المجلد 85، القاهرة 2005.
34. رشا عوض مسعد: تحليل العلاقة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي مع التطبيق على حالة الاقتصاد المصري، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2006.
35. صلاح أبو طالب: دور شركات الوساطة في بيع الأوراق المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، 2003.
36. صلاح زين الدين: البورصة المصرية ودورها التنموي المنشود دراسة لبعض مشكلات الأوراق المالية والطلب عليها. بحث منشور في المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين: تمويل التنمية في ضوء اقتصاديات السوق، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي، الإحصاء والتشريع، القاهرة، 7-9 أبريل 1994.

37. سمير عبد الحميد رضوان: البورصات ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة، 1996.
38. وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية: تقرير عن أداء البورصة المصرية (1999-2006).
39. يسري جرجس بسطا: "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر" دكتوراه. أطروحة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 1997.

#### المراجع الأجنبية

- Bailey, R. E. 2005. *The Economics of Financial Markets*. s.l.: Cambridge, New York, 2005
- Boianovsky, Mauro and Hoover, Kevin D. 2009. The Neoclassical Growth Model and 20 th Century Economics. s.l.: Conference volume from the 20 th annual History of Political Economy Conference, forthcoming as a special issue of History of Political Economy 2009
- Dailami, M. and Atkin, M. 1990. Stock Markets in Developing Countries: Key Issues and a Research Agenda. Policy, Research, and External Affairs Working Papers No. WPS 515. Country Economics Department. s.l.: The World Bank Group., 1990
- Emerging Stock Market, International Financing Corporation (IFC).4 Washington, yearbook, 1999, p. 193.
- Jenette Rutterford, introduction to stock exchange investment, 5 London, 1995.
- Levine R, Zervos S. 1993. What We Have Learned about Policy and Growth from Cross-Country Regressions? s.l.: Ame. Econ. Rev., 83(2): 426-430., 1993
- Mian Sajid Nazir, M. M. (2010). *Relationship between economic growth and stock market development*. Queen Mary University, London, UK p475-479.

- Mian Sajid Nazir, M. M. 2010. Relationship between economic .8 growth and stock market development. s.l.: Queen Mary .University, London, UK p475-479, 2010
- Banking* Mishkin, Frederic S. 2010. *The Economic of Money*.9 Addison, USA : Sixth Edition .-Wesley and Financial Market 2010
- (NY: "Theory of Financial Market and Information" ,JA ,Ohlson.10 .).1997 ,Inc. ,Co. .clasovier science pub.
- Sato, Ryuzo. 1964. The Harrod-Domar Model vs the Neo-.11 Classical Growth Mode. s.l.: The Economic Journal, Volume 74, .Issue 294, 1 June 1964, Pages 380–387, 1964
- Today, smith. 2015. Economic Development", 12 th edition .12 .Pearson. 2015
- <http://www.egyptianstocks.com>.13
- [http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/index.jsp](http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp).14
- <https://www.capmas.gov.eg/>.15
- [https://www.cbe.org.eg/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/TimeS](https://www.cbe.org.eg/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/TimeSeries.aspx).16
- [eries.aspx](https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx)
- <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>.17
- <https://www.mubasher.info/countries/eg>.18

